

BOLETÍN ECONÓMICO

04/2014

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema



ÍNDICE

Informe trimestral de la economía española

- 1 Rasgos básicos 3
- 2 Entorno exterior del área del euro 12
- 3 El área del euro y la política monetaria del BCE 19
- 4 La economía española 34
- 5 Evolución financiera 53
- La evolución reciente del turismo no residente en España 67
- Decisiones de jubilación interdependientes 75
- El empleo en la UEM en 2013 83
- Informe de economía latinoamericana: primer semestre de 2014 93
- La valoración de los desequilibrios externos y la percepción de riesgo de los países 123
- Regulación financiera: primer trimestre de 2014 135

Indicadores económicos 1*

Publicaciones del Banco de España 63*

Siglas, abreviaturas y signos utilizados 64*

Durante el primer trimestre de 2014 la economía española prolongó la trayectoria de paulatina recuperación de la actividad en un contexto en el que se produjeron un avance adicional en la normalización de los mercados financieros y la consolidación gradual de la mejoría del mercado laboral. Según la información disponible —todavía incompleta—, se estima que el PIB aumentó un 0,4 % en tasa intertrimestral (frente al 0,2 % del período octubre-diciembre), lo que situaría por primera vez la tasa interanual también en terreno positivo (0,5 %), tras nueve trimestres consecutivos de tasas interanuales negativas (véanse cuadro 1 y gráfico 1).

La demanda nacional se incrementó levemente en tasa intertrimestral (0,2 %), apoyada en un comportamiento de los componentes privados del gasto relativamente similar al del trimestre previo, caracterizado por avances en el consumo privado y la inversión empresarial y por un nuevo descenso de la inversión residencial. A ello se habría sumado el moderado repunte del consumo y de la inversión públicos tras el pronunciado descenso en los meses finales de 2013. A su vez, se prevé una contribución positiva de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB de dos décimas, inferior en todo caso a la del tramo final del año pasado.

Esta estimación del producto para el primer trimestre de 2014 es coherente con las proyecciones macroeconómicas para los años 2014 y 2015 que publicó el Banco de España el pasado mes de marzo, y que situaban el avance del PIB en tasas del 1,2 % y del 1,7 %, respectivamente¹. Las citadas proyecciones se realizaron a partir de determinados supuestos, entre los que cabe destacar el relativo al fortalecimiento gradual previsto para los mercados de exportación españoles, una mejora adicional de las condiciones financieras y la prolongación del proceso de consolidación fiscal, según las medidas conocidas en el momento de realizar las proyecciones (el escenario fiscal no incorporaba, por tanto, la información que pueda contener la próxima Actualización del Programa de Estabilidad de España, que será publicada el 30 de abril). El informe consideraba que los riesgos de desviación del PIB respecto a estas proyecciones estaban sesgados a la baja, aunque de forma moderada, y se vinculaban a la posibilidad de que las economías emergentes experimentaran una desaceleración más pronunciada o, en el ámbito interno, a un mayor ajuste fiscal en 2015. En sentido contrario, se contemplaba la posibilidad de que la estimación del impacto favorable de las actuaciones orientadas a consolidar la normalización en los mercados financieros del área del euro fuese excesivamente cauta, o que las reformas estructurales emprendidas impulsaran la actividad y el empleo por encima de lo estimado.

La tasa de inflación continuó en los primeros meses de 2014 el proceso de moderación iniciado a principios de 2013, con una tasa de variación del IPC nula en el promedio del trimestre (-0,1 % en el mes de marzo) y de tan solo el 0,1 % en términos del IPSEBENE. Esta evolución es el resultado de la confluencia de diversos factores de distinta naturaleza y perdurabilidad, pero cuya coincidencia en el tiempo está provocando un período dilatado de baja inflación (véase recuadro 1). En primer lugar, la eliminación de los efectos base que provocó la subida de la imposición indirecta y de precios regulados en la segunda mitad de 2012 está condicionando las tasas de variación interanual del IPC en los

¹ Véase: «Informe de proyecciones de la economía española», *Boletín Económico*, marzo 2014.

	2012	2013	2013				2014
			I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
Contabilidad Nacional							
Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria							
Producto interior bruto	-1,6	-1,2	-0,3	-0,1	0,1	0,2	0,4
Consumo privado	-2,8	-2,1	-0,4	0,1	0,5	0,5	0,3
Formación bruta de capital	-6,9	-5,2	-1,3	-2,1	0,5	0,9	-0,1
Demanda interna	-4,1	-2,7	-0,3	-0,6	0,5	-0,3	0,3
Exportaciones	2,1	4,9	-4,5	7,0	0,6	0,8	-0,6
Importaciones	-5,7	0,4	-4,6	6,1	2,1	-0,6	-1,2
Contribución de la demanda exterior neta (b)	2,5	1,5	0,0	0,4	-0,5	0,5	0,2
Tasas de variación interanual							
PIB	-1,6	-1,2	-1,9	-1,6	-1,1	-0,2	0,5
Empleo	-4,8	-3,4	-4,7	-4,0	-3,3	-1,6	-0,3
Deflactor del PIB	0,0	0,6	1,2	0,7	0,4	0,2	-0,4
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período)							
IPC	2,4	1,4	2,4	2,1	0,3	0,3	-0,1
IPSEBENE	1,6	1,4	2,3	2,0	0,8	0,2	0,0
IAPC	2,4	1,5	2,6	2,2	0,5	0,3	-0,2
Diferencial del IAPC frente al área del euro	-0,1	0,2	0,9	0,6	-0,6	-0,5	-0,7

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

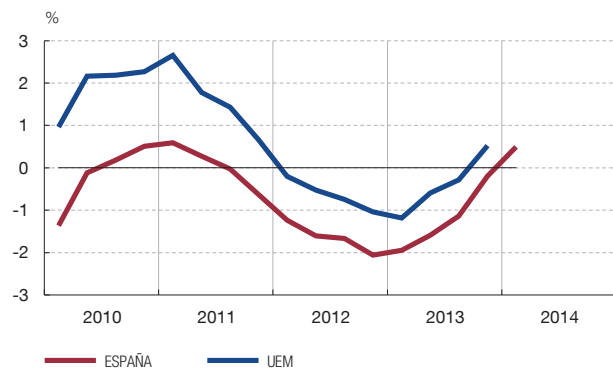
a Información disponible hasta el día 16 de abril de 2014.

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

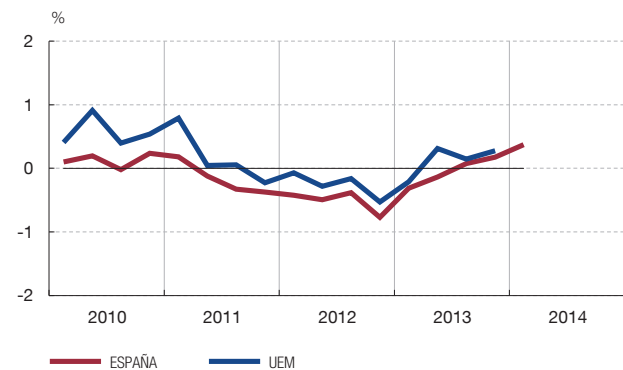
PRODUCTO INTERIOR BRUTO (a)

GRÁFICO 1

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.

primeros meses de 2014. A ello se suma el impacto de otros determinantes de naturaleza igualmente transitoria, como los asociados a los precios de la energía o a los ligados al diferente calendario de Semana Santa —que el año pasado tuvo lugar en marzo y este año ha sido en abril—, dado que este período suele ir acompañado de un repunte temporal de algunos precios. Por último, el entorno de baja inflación se está viendo impulsado por el exceso de capacidad de la economía en su conjunto, la trayectoria descendente

Desde finales de 2012, la inflación en España —aproximada por la tasa de crecimiento interanual del índice de precios de consumo (IPC)— viene experimentando una acusada desaceleración (véase gráfico 1). El IPC general descendió un 0,1 % en marzo de 2014, en contraste con el incremento del 3,5 % que había registrado en octubre de 2012. Esta evolución respondió en parte a elementos transitorios, como los ligados a la desaparición del efecto directo sobre los precios de medidas pasadas de consolidación fiscal (subida del IVA en septiembre de 2012 o aumentos de precios regulados en la segunda mitad de ese año) (véase gráfico 2), pero también a otros factores, como la debilidad de la demanda o la desaceleración de los costes laborales por unidad de producto.

Centrándonos en el primer grupo de factores¹, las diferentes estimaciones realizadas del efecto sobre el IPC del aumento del IVA indican un impacto de entre siete y ocho décimas de la variación de este índice de precios en octubre de 2012, lo que representa que el grado de traslación estimado estaría en torno al 40 % del potencial impacto total². Esta repercusión es similar a la que se estimó tras el aumento del IVA de 2010, pero muy inferior a las correspondientes a los incrementos de este impuesto que se introdujeron en la década de los noventa (1992 y 1995). Esta reducida traslación reflejaría la acusada debilidad del gasto de los hogares, que habría llevado a las empresas a absorber en sus márgenes parte del incremento impositivo. Los mayores efectos corresponden a los componentes no alimenticios, siendo muy limitado el impacto sobre los precios de los alimentos³. Por otra parte, se estima que el efecto sobre el

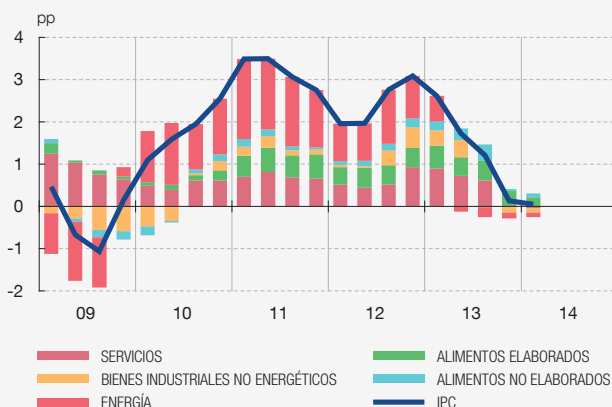
IPC de los incrementos de precios regulados que tuvieron lugar en la segunda mitad de 2012 (y que afectaron a una amplia gama de bienes y servicios, como los productos farmacéuticos, las tarifas de transporte o las tasas universitarias) ascendió a 1,1 pp de la inflación en el cuarto trimestre de ese año.

Con carácter más permanente, es particularmente reseñable el cambio en la dinámica de los precios de los servicios que se viene observando con nitidez desde 2009. En el período de expansión, los precios de los servicios en la economía española habían registrado incrementos en torno al 4 %, una elevada rigidez y una escasa sensibilidad a las condiciones cíclicas. Sin embargo, en el período de crisis, la contracción del gasto de los hogares y la disminución de los costes laborales por unidad de producto habrían provocado un cambio sustancial en la trayectoria de estos artículos, especialmente intensivos en factor trabajo, de modo que se habría alcanzado en marzo de 2014 la menor variación de la serie histórica (-0,3 %), aunque en este dato concreto el efecto de la Semana Santa desempeñó un cierto papel.

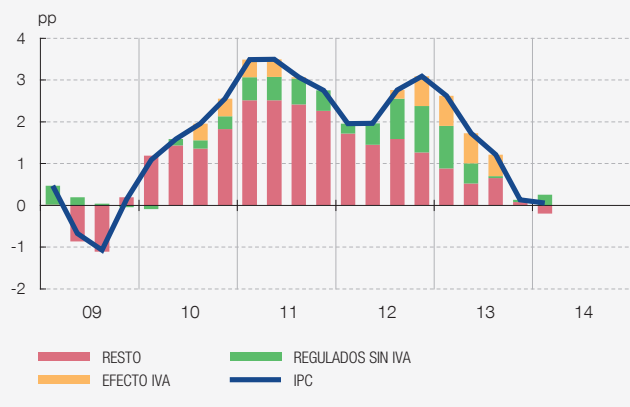
El cambio en la dinámica de los precios de los servicios tiene un carácter muy generalizado. Para ponerlo de manifiesto, los gráficos 3 y 4 representan el porcentaje de partidas de los componentes de servicios y bienes industriales no energéticos en función del intervalo de la tasa de variación interanual de cada uno de sus artículos, correspondiendo los colores más oscuros a las menores variaciones de precios. En azul claro se representa el porcentaje de subíndices con incrementos de precios superiores al 2,5 % interanual, mientras que en azul oscuro se presenta el porcentaje de partidas con caídas de precios superiores al 1 %. Se aprecia que en los años 2007 y 2008 la práctica totalidad de las partidas de servicios se encarecía más de un 2,5 % anual y prácticamente ninguna de ellas se abarataba. Por el contrario, en el período más reciente un porcentaje apreciable de rúbricas ha registrado caídas de precios, destacando especialmente los de las comunicaciones telefónicas. Otras partidas han reducido sustancialmente el ritmo

- 1 Cabe recordar que en septiembre de 2012 el tipo general de este impuesto aumentó 3 pp (hasta el 21 %) y el reducido 2 pp (hasta el 10 %), mientras que el tipo superreducido se mantuvo en el 4 %.
- 2 En función de la información del índice de precios de consumo a impuestos constantes, la incidencia impositiva utilizando la hipótesis de traslación completa del cambio impositivo habría sido de 1,96 pp.
- 3 Este hecho refleja, en cierta medida, que parte de estos bienes está sometida al tipo del IVA superreducido (que no se modificó) y casi todo el resto al tipo reducido (que solo aumentó 2 pp).

1 CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL DEL IPC



2 CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL DEL IPC



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

de crecimiento de sus precios, como los alquileres de vivienda y los restaurantes, bares y cafeterías. Por otro lado, casi no existen partidas con incrementos apreciables de precios, correspondiendo la mayor parte de ellas a los precios de diferentes modalidades de seguro. En contraste, la distribución de las variaciones de precios de los bienes industriales no energéticos habría experimentado cambios de menor entidad.

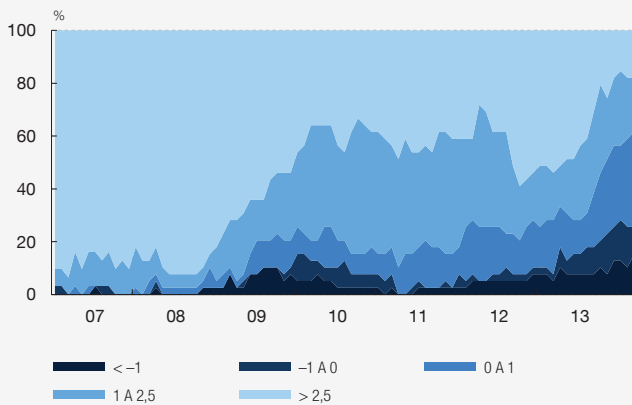
La diferente dinámica de los precios de los servicios se aprecia igualmente si se realiza una comparación con la UEM. Así, en el cuarto trimestre de 2013 el ritmo de avance de los precios de los servicios en España superó en seis décimas al de la UEM, mientras que en los primeros meses de 2014 la tasa de variación de los precios de los servicios en España se situó 1,4 pp por debajo del conjunto de la zona del euro, cifra nunca registrada desde el inicio de la unión monetaria. El desplazamiento de la distribución de precios de las diferentes partidas hacia menores crecimientos se habría registrado igualmente en el conjunto de la zona del euro, si bien con menor intensidad. Así, en el período más reciente, los

precios de buena parte (69 %) de los artículos del IAPC muestran crecimientos en España inferiores a los de la UEM.

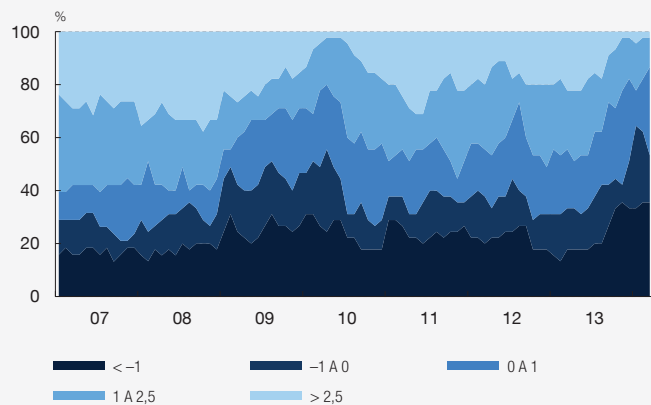
En suma, la inflación española se ha moderado sustancialmente en el período más reciente, si bien la variación del IPC es considerablemente mayor que la registrada en la parte central de 2009. Esta trayectoria se explica en parte por la desaparición de efectos transitorios que habían impulsado la inflación al alza en el pasado, pero también por elementos de naturaleza más permanente, especialmente los ligados a la evolución de los precios de los servicios. En este contexto, se esperan tasas de variación muy reducidas del IPC a lo largo de este año, que pueden ser incluso puntualmente negativas, pero la probabilidad de que se registren caídas generalizadas y persistentes de los precios de consumo se considera remota, y solo en el caso de que un riesgo de esta naturaleza se materialice a escala del área del euro. De hecho, las tendencias que ya se observan de recuperación del gasto de los hogares y de menores caídas del coste del factor trabajo apuntan a una trayectoria ligeramente creciente de la inflación en el transcurso de 2014.

PROPORCIÓN DE SUBCLASES DEL IPC CON TASAS INTERANUALES POR INTERVALOS

3 SERVICIOS



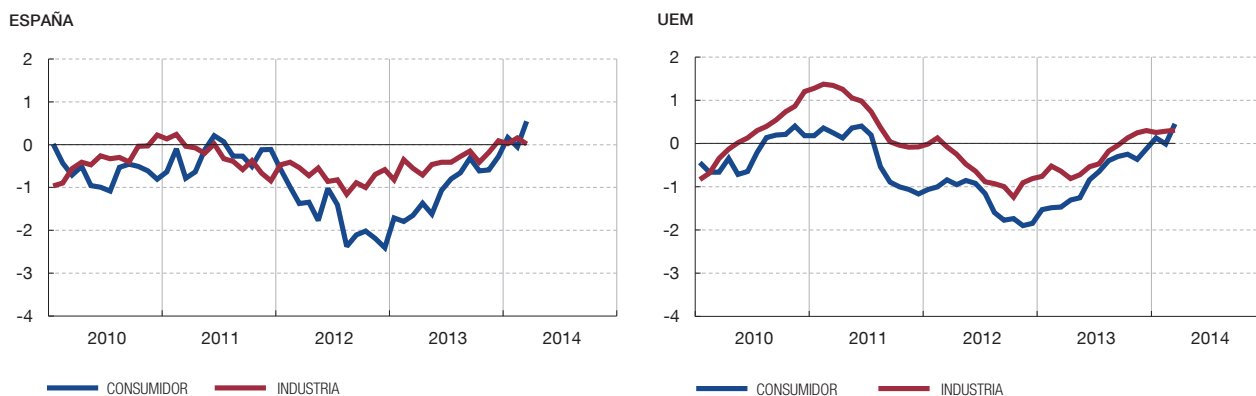
4 BIENES INDUSTRIALES NO ENERGÉTICOS



FUENTE: Banco de España.

de los costes laborales unitarios (CLU) y la relativa debilidad del gasto. La moderación de la tasa de variación del IAPC habría sido ligeramente mayor en España que en la UEM, de modo que el diferencial continúa siendo favorable para España y se amplió dos décimas, hasta -0,7 puntos porcentuales (pp).

La evolución reciente de los precios está en línea con las proyecciones sobre la tasa de inflación que se realizaron en el informe publicado en marzo para el bienio 2014-2015, y que proyectaban tasas de variación del deflactor del consumo privado muy modestas, aunque positivas y ligeramente ascendentes (del 0,4 % y el 0,8 %, respectivamente), dada



FUENTE: Comisión Europea.

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

la contenida recuperación prevista de la demanda interna. El informe estipulaba que los riesgos de desviación de la inflación con respecto al escenario central estaban ligeramente sesgados a la baja, y se vinculaban a una menor traslación de la recuperación del gasto —dado el nivel de holgura existente en la economía— o a los efectos sobre los precios de las materias primas y del tipo de cambio del euro de una desaceleración más pronunciada de algunas de las economías emergentes. En sentido opuesto, una intensificación del ajuste fiscal podría inducir subidas en los precios administrados o en la imposición indirecta que podrían aumentar la inflación.

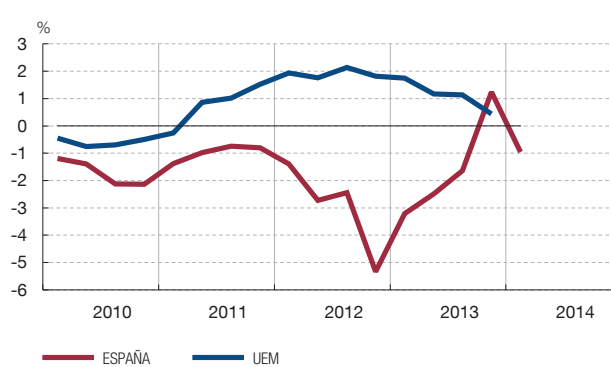
En el panorama económico internacional, la consolidación de la recuperación en las economías desarrolladas continuó durante los primeros meses del ejercicio, aunque en algunos casos las adversas condiciones meteorológicas ralentizaron temporalmente el avance de la actividad. Las tasas de inflación en este grupo de países permanecieron en niveles reducidos y las políticas monetarias mantuvieron un tono expansivo. En contraposición, las economías emergentes siguieron mostrando signos de desaceleración, aunque con diverso grado, al tiempo que continuaba el endurecimiento en las condiciones de financiación como resultado de la respuesta de las autoridades monetarias a los episodios de volatilidad en los mercados financieros, que en todo caso fueron reduciendo su intensidad conforme avanzaba el trimestre.

El área del euro prolongó la recuperación iniciada en el segundo trimestre de 2013, favorecida por la relajación sostenida de las tensiones financieras y la mejora de la confianza de consumidores y empresarios, en un entorno de política monetaria acomodaticia y de políticas fiscales menos restrictivas. La inflación en el área del euro continuó reduciéndose en los primeros meses de 2014 a un ritmo mayor que el previsto. La tasa interanual de IAPC se situó en el 0,5 % en marzo, tres décimas por debajo de la registrada a finales del pasado año. Esta moderación, afectada también por los efectos calendario mencionados, se debió al menor ritmo de crecimiento de los precios de los componentes más volátiles, con lo que la inflación subyacente se mantuvo sin cambios, en el 0,9 %. A medio plazo, se espera que la inflación permanezca durante un período prolongado de tiempo en niveles moderados, significativamente por debajo del 2 %. En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE confirmó las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria, reiterando su expectativa de que los tipos de interés oficiales se mantendrán en los niveles actuales o más reducidos por un período de tiempo prolongado. Además, en su reunión de abril, el Consejo indicó explícitamente que no excluía medidas adicionales de impulso

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.

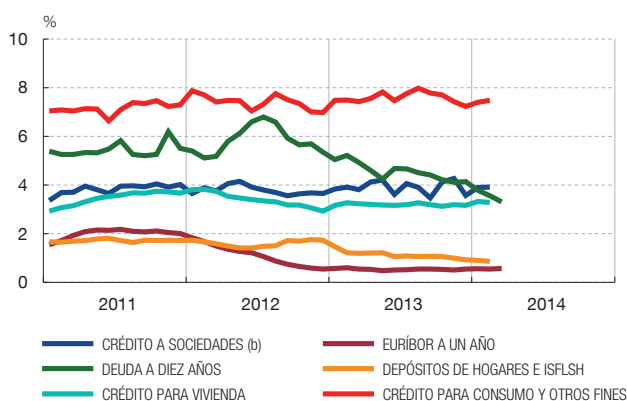
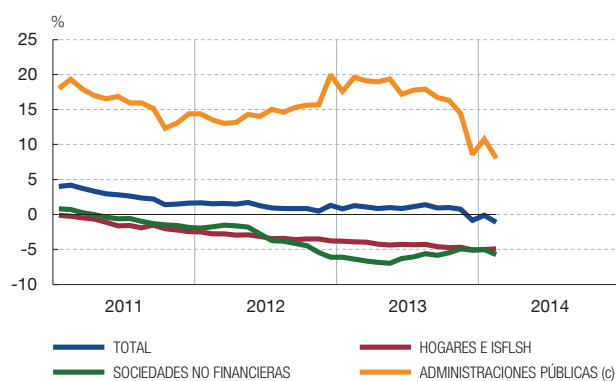
monetario y subrayó la existencia de un acuerdo unánime sobre el uso de instrumentos no convencionales para hacer frente a los riesgos que pudieran surgir de un período demasiado prolongado de baja inflación.

Por otra parte, en marzo se llegó a un acuerdo sobre el diseño del Mecanismo Único de Resolución (MUR), el segundo pilar sobre el que se asienta el proyecto de la unión bancaria. Por último, en el marco del Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos, la Comisión Europea (CE) hizo públicos los resultados de los exámenes en profundidad de los países con potenciales desequilibrios macroeconómicos, concluyendo que Italia y Eslovenia presentan desequilibrios excesivos. La CE consideró asimismo que España ha dejado de formar parte de este último grupo de países, si bien subrayó que el proceso de ajuste dista de estar finalizado y que persisten algunos desequilibrios macroeconómicos (en particular, el elevado endeudamiento público y privado y la alta tasa de paro). Los programas nacionales de reforma que se presentarán a finales de mes deberán especificar las medidas para seguir avanzando en la corrección de los desequilibrios.

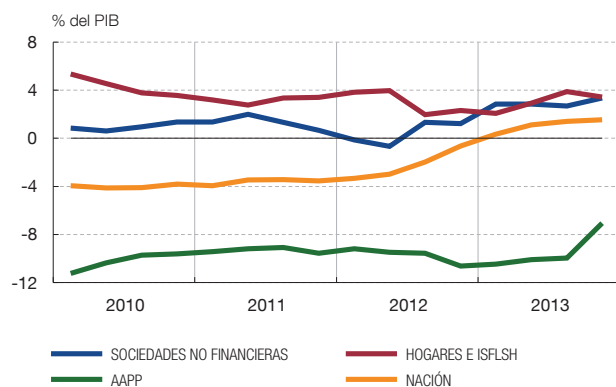
En España, el proceso de mejora de las condiciones financieras siguió su curso, en línea con los desarrollos que se observaron en el ámbito de la UEM. En concreto, se anotaron nuevos descensos de los tipos de interés de la deuda pública española, hasta situarse en niveles históricamente reducidos, y de su diferencial con respecto a la referencia alemana, que para el plazo de diez años se situaba a mediados de abril por debajo de los 160 puntos básicos (pb), así como disminuciones de la rentabilidad y de las primas de riesgo de los valores de renta fija privados. Se observó asimismo un nuevo aumento de las cotizaciones en los mercados bursátiles, con una revalorización del IBEX-35 del 3,5% desde principios de año. El acceso a la financiación en los mercados mayoristas experimentó un nuevo impulso, lo que le permitió al Tesoro cumplir holgadamente sus objetivos de financiación.

El tono más holgado de los mercados financieros no se trasladó, sin embargo, a los tipos de interés de la financiación crediticia, que repuntaron levemente en el caso del crédito a hogares y permanecieron estables en el de las sociedades no financieras, con lo que en conjunto siguieron siendo elevados para la orientación de la política monetaria. Pese a ello, el fortalecimiento del contexto exterior y la mejora del clima de confianza propiciaron un entorno algo más favorable para las decisiones de consumo y de inversión del sector privado.

TIPOS DE INTERÉS (a)

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES RESIDENTES NO FINANCIEROS
Crecimiento interanualACTIVOS FINANCIEROS DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES
E ISFLSH
Crecimiento interanual

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (d)



FUENTE: Banco de España.

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

El gasto en consumo de los hogares habría registrado en el primer trimestre del año un crecimiento intertrimestral del 0,3 %, apoyado en la paulatina mejoría del empleo y en su efecto sobre la confianza y la renta disponible. Esta última variable experimentó a lo largo del año pasado una progresiva moderación de su ritmo de descenso —hasta finalizarlo con una disminución del 0,7 %—. Según las proyecciones comentadas, la renta disponible de los hogares podría experimentar en 2014 un aumento moderado. Se estima que la inversión residencial siguió ralentizando su perfil contractivo, en un contexto en el que la demanda de vivienda continuó débil, en línea con la evolución de sus principales determinantes (renta disponible y condiciones de financiación) y a pesar del impulso de las compras efectuadas por extranjeros. Por otra parte, la absorción del voluminoso stock de viviendas sin vender avanza lentamente, lo que retrasa el inicio del ciclo de construcción de obra nueva en algunas zonas. Se estima que el sector de hogares redujo su endeudamiento en los primeros meses del ejercicio, al igual que su carga financiera, si bien el ahorro no destinado al servicio de la deuda se mantiene en niveles reducidos.

En el ámbito empresarial, el gasto en inversión de bienes de equipo habría continuado creciendo de forma moderada, prolongando la senda de recuperación observada desde principios de 2013. La mejora en el clima empresarial, junto con la favorable evolución de la cartera de pedidos del exterior, ha seguido impulsando el dinamismo de este componente de la demanda. El resto de la inversión productiva privada, que se concentra principalmente en la inversión en construcción no residencial, habría retrocedido con respecto al trimestre anterior. Se estima que la reducción del endeudamiento del sector de sociedades no financieras y de su carga financiera habría proseguido en los meses iniciales de 2014, si bien la presión financiera continúa siendo elevada.

En la vertiente del comercio exterior, la información disponible de los primeros meses de 2014 apunta a que la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento interanual del PIB habría aumentado ligeramente en el primer trimestre del ejercicio actual, situándose en torno a 0,6 pp. Este sería el resultado de una aceleración más pronunciada de las exportaciones (apoyadas en la recuperación de las economías de la zona del euro, las ganancias de competitividad y en el dinamismo de la demanda de turismo extranjero) que de las importaciones (impulsadas por la mejora de la actividad industrial y la progresiva recuperación del consumo).

El pasado 31 de marzo se dieron a conocer las cifras definitivas referidas a la cuenta de las AAPP para 2013. Las necesidades de financiación del sector se elevaron al 6,6 % del PIB (7,1 % si se incluye el impacto de las ayudas financieras), ligeramente por encima del objetivo fijado por el Consejo Europeo el pasado julio, lo que supone una reducción de dos décimas del PIB en relación con el observado un año antes. El esfuerzo fiscal ha sido, no obstante, significativo en términos de la reducción del saldo primario estructural. El cumplimiento de los objetivos fiscales fijados a escala nacional y europea resulta fundamental para quebrar la trayectoria alcista de la deuda pública, que alcanzó el 93,9 % del PIB a finales de 2013. La información relativa a la ejecución presupuestaria en los meses transcurridos de este año es todavía escasa y poco representativa de la evolución de las distintas partidas en el conjunto del año. En todo caso, indica la continuidad del proceso de consolidación fiscal en las distintas administraciones.

Desde la óptica de la oferta, los indicadores sectoriales disponibles apuntan a una senda de reactivación paulatina del valor añadido de la industria y de los servicios de mercado, iniciada en este último caso ya en la segunda mitad del 2013, en tanto que la construcción habría seguido contrayéndose, aunque a un ritmo más moderado. En la industria, las ramas manufactureras vinculadas a la producción de bienes de equipo e intermedios lideraron este repunte en la actividad, mientras que en los servicios las actividades ligadas al comercio, la hostelería y el transporte fueron las más dinámicas.

El empleo prolongó en los primeros meses de 2014 la mejoría observada en el tramo final del año pasado. Según la información sobre las afiliaciones a la Seguridad Social, la ocupación creció un 0,6 % en el período enero-marzo (0,3 % en el trimestre precedente), conformando un escenario de recuperación relativamente generalizado por ramas de actividad, pero algo más intensa en algunas pertenecientes a la economía de mercado (singularmente, en las de servicios). También la estadística de contratos registrados mostró una generalización del aumento de las contrataciones por duración y por tipo de jornada, aunque a un ritmo superior en la contratación temporal y a tiempo parcial. La reciente entrada en vigor de un programa de incentivos a la contratación indefinida instrumentado a través de la reducción de la cotización empresarial por contingencias comunes para las

nuevas contrataciones indefinidas² podría generar un incremento de este tipo de contratos en los próximos meses.

En conjunto, la información disponible parece anticipar un nuevo repunte en la tasa de variación de la ocupación en términos de la Contabilidad Nacional Trimestral, por segundo trimestre consecutivo y después de más de cinco años de retrocesos continuados. En consonancia con la evolución descrita, el paro registrado intensificó su ritmo de descenso en los tres primeros meses del año, lo que previsiblemente comportará una estabilización de la tasa de paro en torno a los niveles alcanzados el trimestre pasado y un descenso apreciable respecto a su nivel a principios de 2013³.

Por último, aunque con información relativamente preliminar, los indicadores de costes laborales disponibles para el primer trimestre muestran el mantenimiento de las pautas de moderación salarial observadas a lo largo de 2013. El incremento medio de las tarifas hasta marzo se situó en el 0,6 %, en línea con lo observado en 2013, y las cláusulas de salvaguarda frente a la inflación apenas están teniendo incidencia, debido a su progresiva menor relevancia en los convenios y al entorno de baja inflación en el que se desenvuelve la economía española.

2 La reducción de las cotizaciones afectará a las contrataciones indefinidas que se realicen antes del final de año y que aumenten el nivel de empleo de la empresa durante dos años consecutivos.

3 Este análisis no recoge aún las nuevas series de la EPA que el INE ha publicado con fecha 24 de abril para recoger el impacto de la nueva base poblacional de acuerdo con los censos de Población y de Viviendas de 2011.

2 ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

A lo largo del último trimestre, los datos de actividad tendieron a confirmar la recuperación en las economías desarrolladas, si bien con un menor dinamismo en Estados Unidos, relacionado en gran medida con las malas condiciones meteorológicas. El rápido descenso de las tasas de paro en Estados Unidos y Reino Unido propició que la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra abandonasen la condicionalidad cuantitativa de sus estrategias de *forward guidance* —referida a umbrales específicos de las tasas de paro— y las hicieran contingentes a una valoración cualitativa. Por su parte, en las economías emergentes, con la excepción de las de Europa del Este, siguieron sin vislumbrarse signos claros de reactivación y se acentuó la incertidumbre sobre la economía china. En este contexto, los mercados financieros internacionales superaron la fase de turbulencia iniciada en el mes de enero y sortearon algún sobresalto adicional, vinculado a acontecimientos específicos en algunas economías emergentes, como la crisis de Ucrania o el *default* de dos fondos en China, en un contexto de dudas sobre el sector financiero de ese país. Los desencadenantes idiosincrásicos de los episodios de inestabilidad observados en 2014 constituyen una diferencia importante con las turbulencias de 2013, que respondieron principalmente a los cambios en las expectativas sobre el ritmo de normalización de la política monetaria de la Reserva Federal.

En este contexto, durante el trimestre se observaron avances en la mayoría de los índices bursátiles de las economías desarrolladas (con la importante excepción de Japón) junto con un mantenimiento de las rentabilidades de la deuda pública. Asimismo, el sentimiento de los inversores hacia los mercados emergentes siguió siendo relativamente desfavorable, aunque desde finales de marzo se ha registrado una recuperación de sus indicadores bursátiles y de riesgo crediticio, más intensa en los países cuyos indicadores habían registrado mayores deterioros en episodios previos y que ya habían adoptado medidas de política monetaria y fiscal, como Brasil, Turquía o Sudáfrica. En línea con esta evolución, a lo largo del período examinado se observaron fuertes salidas de los fondos de deuda y bolsa por parte de inversores minoristas, que se interrumpieron a finales de marzo, cuando volvieron a registrarse compras netas de ambos tipos de activos por primera vez desde finales de septiembre de 2013 (véase recuadro 2). En los mercados de materias primas, se produjo un repunte de los precios de los alimentos provocado por factores de oferta, se observó una relativa estabilidad del precio del petróleo, pese a la escalada de la tensión entre Ucrania y Rusia (uno de los mayores productores mundiales), y se abarataron los metales industriales, como consecuencia de las dudas sobre el dinamismo de la actividad en China.

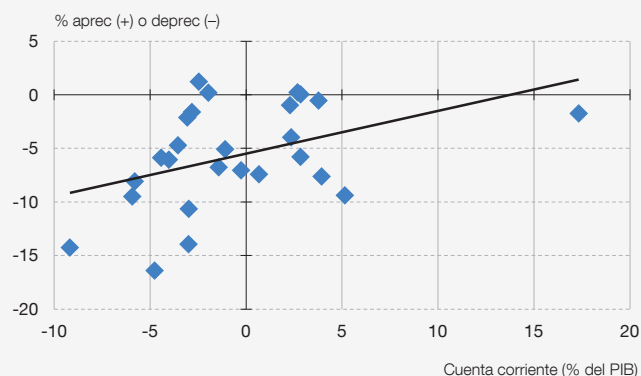
En Estados Unidos, la estimación final del PIB del cuarto trimestre de 2013 arrojó un crecimiento del 2,6 %, en tasa trimestral anualizada, destacando la contribución positiva del consumo privado y la negativa de la inversión privada residencial. Los indicadores de mayor frecuencia correspondientes al primer trimestre de 2014 evidenciaron un menor dinamismo de la actividad, debido a unas condiciones meteorológicas desfavorables, aunque los correspondientes a marzo —menos afectados por la climatología adversa— han sido mejores. En el mercado laboral, la creación de empleo durante el trimestre alcanzó una media de 178.000 empleos netos, ligeramente inferior a la de trimestres anteriores. La tasa de paro se mantuvo en torno al 6,7 %, inferior al trimestre anterior; además, se produjo un aumento de las tasas de empleo y participación. Los salarios registraron aumentos interanuales cercanos al 2 %, en línea con los de trimestres previos. En el mercado inmobiliario

A partir de mediados de 2013, los mercados emergentes se vieron intensamente afectados por los cambios en las expectativas sobre la política monetaria en Estados Unidos, experimentando fuertes descensos de las bolsas, subidas de los indicadores de riesgo de crédito y depreciaciones acusadas de sus divisas. Estos desarrollos fueron particularmente acusados en las economías percibidas como más vulnerables, en especial en aquellas que presentaban una mayor dependencia de la financiación exterior (gráfico 1). El seguimiento de los flujos de capitales recibidos por estas economías es fundamental, por tanto, para evaluar los riesgos asociados a los abultados desequilibrios externos. Para analizar estos flujos suele utilizarse la información proporcionada por proveedores privados, como el Emerging Markets Portfolio Research (EPFR), que ofrecen datos de flujos con mayor antelación y frecuencia que las fuentes oficiales (información de la Balanza de Pagos). Según estos indicadores, desde comienzos de 2009 hasta el segundo trimestre de 2013 se produjeron fuertes aumentos en los flujos, registrándose pronunciados descensos posteriormente (gráfico 2).

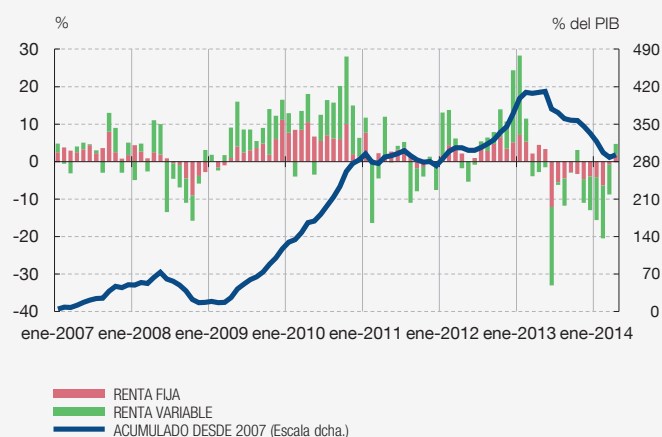
Sin embargo, estos indicadores deben ser tomados con cautela, ya que su composición no es completamente representativa de la totalidad de los flujos que reciben los países emergentes. En efecto, la base de datos EPFR aglutina la información de la inversión en cartera procedente de fondos de inversión (*mutual funds*) y *Exchange Traded Funds* (ETFs). No obstante, de acuerdo con las estimaciones del Institute of International Finance (IIF), las inversiones en cartera solo supusieron el 25 % (5 % las de renta variable y 20 % las de renta fija) del total de flujos de capital hacia países emergentes durante el período 2011-2013. Además, la información de EPFR tampoco es plenamente representativa de la inversión en cartera, ya que los inversores en fondos de inversión y ETFs presentan un sesgo minorista, y suelen tener un comportamiento más volátil que los inversores institucionales, reaccionando de modo más intenso ante determinado tipo de noticias.

En este sentido, durante las turbulencias que tuvieron lugar en los meses centrales de 2013 se produjo una notable diferencia entre

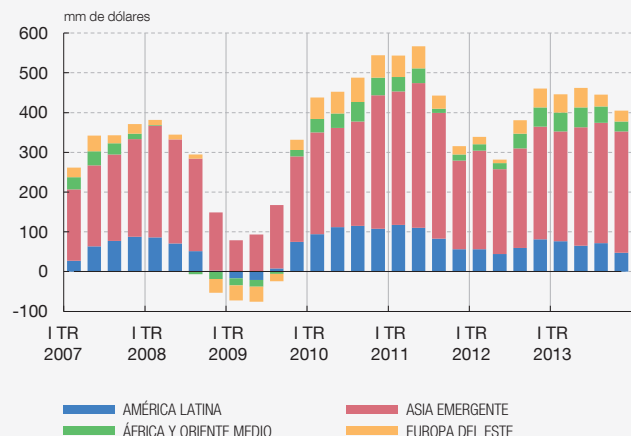
1 BALANZA CORRIENTE Y DEPRECIACIÓN DE LAS MONEDAS



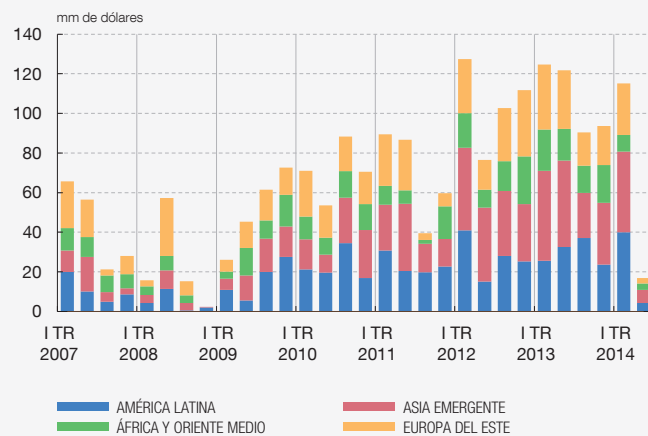
2 FLUJOS DE CAPITALES HACIA ECONOMÍAS EMERGENTES (EPFR)



3 FLUJOS DE CAPITALES HACIA ECONOMÍAS EMERGENTES (BALANZA DE PAGOS)



4 FLUJOS DE CAPITALES HACIA ECONOMÍAS EMERGENTES (EMISIONES DE RENTA FIJA EN EL MERCADO PRIMARIO)



FUENTES: Emerging Markets Portfolio Research, estadísticas nacionales y Dealogic.

la información proporcionada por EPFR —que mostró importantes salidas de capitales de los países emergentes, tanto durante el verano de 2013 como en los meses siguientes (véase gráfico 2)— y la que proviene, con mayor retraso, de la Balanza de Pagos, que reflejó un comportamiento más estable de los flujos de cartera en ese período (gráfico 3). Al comparar los datos de EPFR con las cifras de emisiones en los mercados primarios de renta fija se aprecia una discrepancia similar, pues las emisiones marcaron en 2013 un nuevo máximo histórico anual y comenzaron 2014 con un repunte de las colocaciones en el primer trimestre (gráfico 4).

En definitiva, las divergencias entre indicadores reflejan la importancia y el distinto comportamiento de diferentes grupos de inversores en los países emergentes. Así, de acuerdo con el análisis recogido en el último informe sobre estabilidad financiera del FMI¹, los inversores minoristas son más sensibles ante *shocks* financieros que los inversores institucionales y retiran fondos de un modo más pronunciado en presencia de mayor volatilidad². Únicamente ante eventos extremos como la quiebra de Lehman Brothers, los inversores institucionales retiraron fondos en mayor proporción, aunque solo en el caso de inversiones en renta fija³.

Por este motivo, algunos organismos, como el IIF, elaboran un indicador alternativo de entradas de capitales en economías emergentes, utilizando la información agregada de los países que publican sus datos de balanza de pagos mensualmente. Según este indicador, entre mayo y octubre de 2013, los mercados emergen-

tes recibieron flujos netos de inversiones en cartera de renta variable por valor de 10 mm de dólares y de renta fija por valor de 71 mm de dólares, lo cual contrasta con la información de EPFR, que muestra salidas de 29 mm de dólares y 25 mm de dólares, respectivamente⁴. De esta forma, puede concluirse que, aunque los datos de EPFR —por su inmediatez y elevada frecuencia— constituyen un indicador relevante del sentimiento de un segmento del mercado hacia los países emergentes, sus sesgos de composición obligan a analizar su evolución con cautela (en especial cuando ofrece mensajes divergentes con otros indicadores).

De cara al futuro, las previsiones de IIF para 2014 y 2015 y los resultados recientes de una encuesta realizada por Morgan Stanley a los gestores de activos —que muestran que más del 35 % de los inversores mantendrán sus posiciones en dichos mercados, y otro 35 % las elevarán entre un 0 % y un 2 %— parecen indicar que los factores de atracción de capitales hacia las economías emergentes (*pull factors*) seguirán estando presentes. No obstante, los cambios en el diferencial de crecimiento esperado entre estas economías —que han visto sus perspectivas de crecimiento potencial reducidas— y las desarrolladas, el endurecimiento de las condiciones globales de financiación —derivado de la progresiva normalización de las condiciones monetarias en Estados Unidos— y la percepción de mayor vulnerabilidad de numerosas economías emergentes, hacen esperar una reducción de los flujos de capitales hacia esas regiones. Además, la dilución de los riesgos de cola en la zona del euro ha vuelto a hacer atractiva la inversión en los países miembros más afectados por las tensiones financieras, lo que favorece una recomposición global de las carteras en detrimento de las economías emergentes.

1 *Global Financial Stability Report*, FMI, abril 2014.

2 Este análisis incluye, además de los datos del EPFR, información sobre inversores institucionales proporcionada por el Banco de Nueva York Mellon.

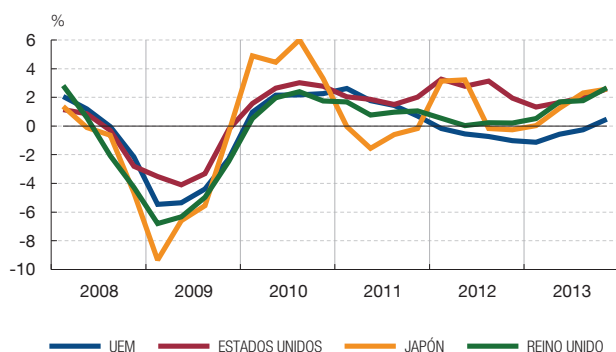
3 *Global Financial Stability Report: Moving from Liquidity- to Growth-Driven Markets*, FMI abril 2014.

4 *Research Note, Introducing the IIF Portfolio Flows Tracker*, IIF, marzo 2014.

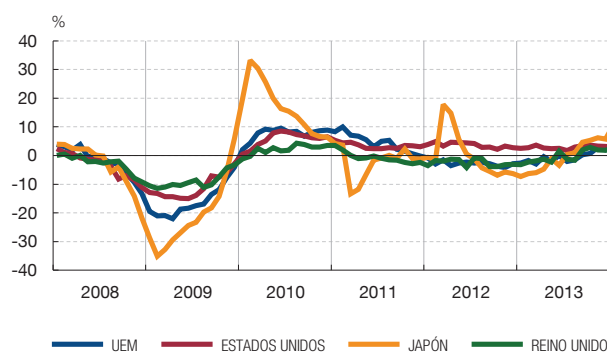
se mantuvo cierta debilidad en los indicadores de actividad, aunque los precios de las viviendas siguieron subiendo a ritmos similares a trimestres anteriores. La inflación interanual cerró el trimestre en el 1,5 % mientras que la subyacente se situó en el 1,7 %, siendo ambas cifras idénticas a las registradas al final de 2013. La Reserva Federal modificó su estrategia de *forward guidance*, al abandonar el umbral del 6,5 % para la tasa de paro y pasar a una orientación más cualitativa. Al mismo tiempo, prosiguió la reducción del volumen de compras mensuales de activos en otros 10 mm de dólares en cada una de las dos reuniones celebradas durante el trimestre, hasta situarlas en 55 mm.

En Japón, el PIB siguió desacelerándose en el cuarto trimestre, al aumentar en un 0,7 % trimestral anualizado, tras el 0,9 % del tercer trimestre. La ralentización de la inversión pública explica la menor contribución de la demanda interna, que continúa siendo muy robusta, en contraposición con la prolongada debilidad de la demanda externa. En enero y febrero se ha mantenido la tendencia al deterioro del déficit comercial. En el primer trimestre, la evolución

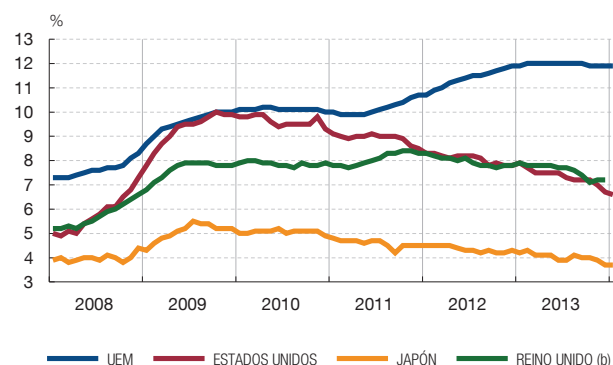
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual



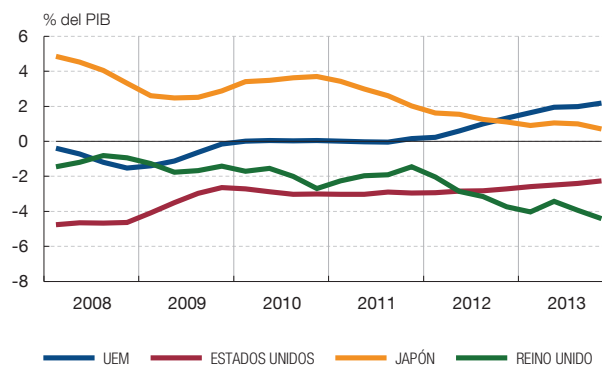
PRODUCCIÓN INDUSTRIAL
Tasa interanual



TASA DE PARO (a)



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



FUENTES: Datastream y Banco de España.

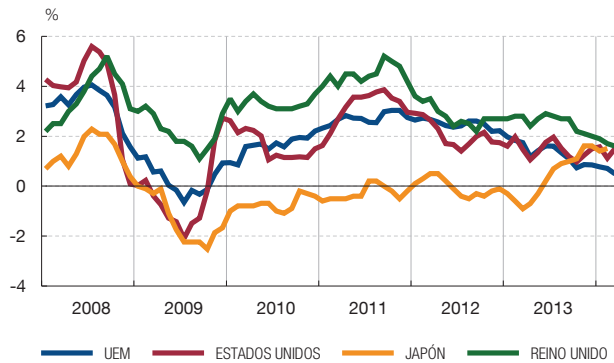
a Porcentaje de la población activa.

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

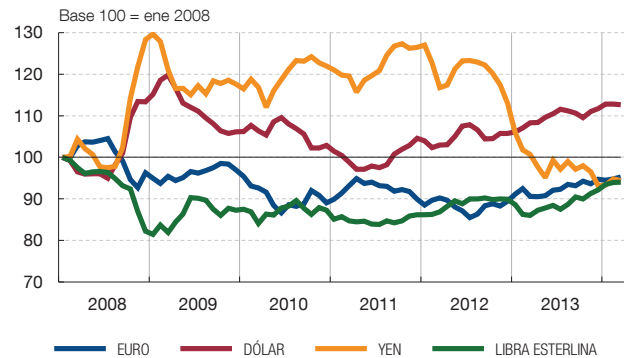
ha estado muy influida por la anticipación de gasto previa a la subida del impuesto sobre el consumo, que entró en vigor el 1 de abril, y que propició un tono muy positivo al inicio del trimestre. La inflación descendió hasta el 1,3 % interanual en febrero, frente al 1,6 % registrado en diciembre, alejándose del objetivo del banco central (2 %). El Banco de Japón ha mantenido sin cambios su programa de compra de activos, aunque en febrero decidió duplicar la cuantía dotada para los programas de préstamo que dan soporte al crecimiento económico y al crédito bancario, al tiempo que extendía por un año su período de vigencia.

En Reino Unido, la tercera estimación del PIB confirmó un crecimiento del 0,7 % en el cuarto trimestre (2,7 % interanual), con una importante aportación de la demanda externa neta. Los indicadores del primer trimestre de 2014, con cifras de los PMI de manufacturas y servicios algo inferiores a las del cuarto trimestre y una mejoría en la construcción, señalan que la recuperación ha tendido a estabilizarse. El crecimiento del empleo se ha moderado y la tasa de paro se ha reducido hasta el 6,9 %, dos décimas menos que en el trimestre anterior. La inflación siguió reduciéndose en marzo hasta el 1,6 %, debido, en parte, a la apreciación del tipo de cambio; los precios de la vivienda se aceleraron hasta una tasa interanual del 9,1 % en febrero. El Banco de Inglaterra modificó su estrategia de *forward guidance* en febrero, al prescindir de la tasa de paro como referencia única sobre la situación económica y adoptar un enfoque más cualitativo, atendiendo a un conjunto amplio de indicadores para valorar la capacidad ociosa de la economía.

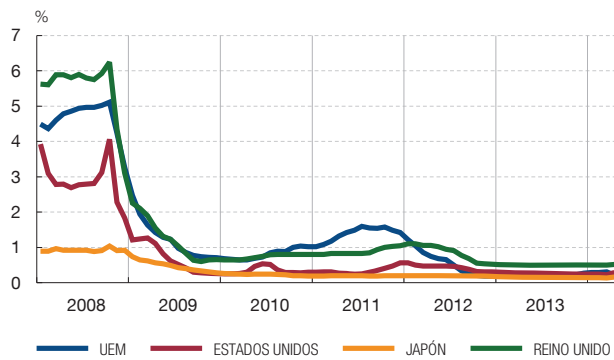
PRECIOS DE CONSUMO
Tasa interanual



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)



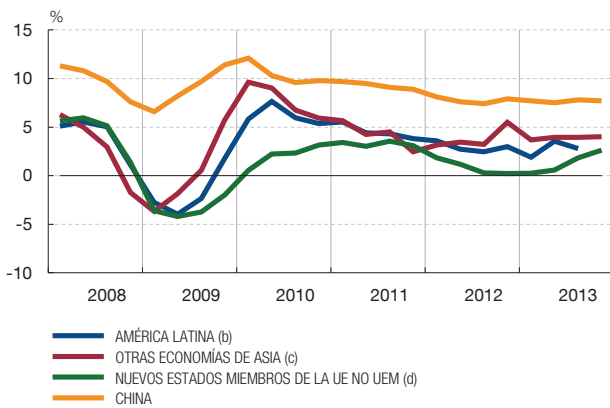
FUENTES: Datastream y Banco de España.

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

En los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro, el PIB se aceleró ocho décimas en el cuarto trimestre de 2013, hasta el 2,4 % interanual, apoyado en el dinamismo de las exportaciones y en una recuperación del consumo de los hogares. Los indicadores de mayor frecuencia apuntan a un crecimiento más elevado en el primer trimestre de 2014. Por su parte, la inflación volvió a moderarse en el primer trimestre, hasta el 0,4 % en marzo. La combinación de brechas de producto negativas y de débiles presiones inflacionistas motivó nuevos recortes de los tipos de interés oficiales en Hungría y Rumanía. Además, el banco central de Polonia amplió por un trimestre el plazo de su compromiso de mantenimiento de los tipos oficiales, hasta finales del tercer trimestre de 2014. Entre los países candidatos, en Turquía, el PIB se expandió un 4,4 % interanual en el cuarto trimestre de 2013, tasa similar a la del tercero. En el primer trimestre del año, el ritmo de avance de la actividad se ha moderado, mientras que la inflación continuó aumentando, reflejando los efectos retardados de la depreciación de la lira.

En China, el PIB se desaceleró en el primer trimestre hasta el 7,4 % interanual frente al 7,7 % del cuarto trimestre de 2013, como habían adelantado los indicadores de alta frecuencia. Por su parte, la inflación se situó en el 2,4 % en marzo, una décima inferior a la registrada en diciembre y por debajo del objetivo del Gobierno (3,5 %). En el ámbito del sector financiero hubo una sucesión de eventos que generaron cierta inquietud en los mercados. Así, a principios de marzo se produjo el primer impago de intereses sobre un

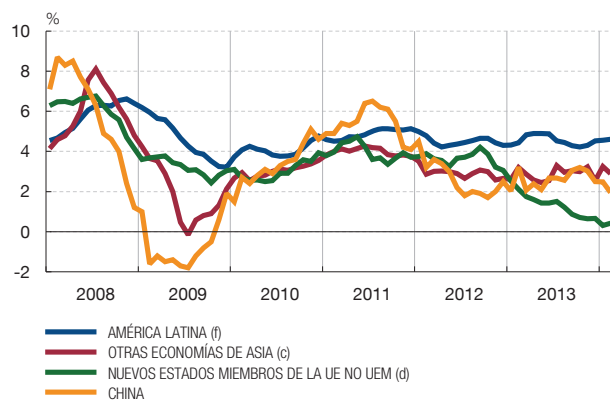
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual



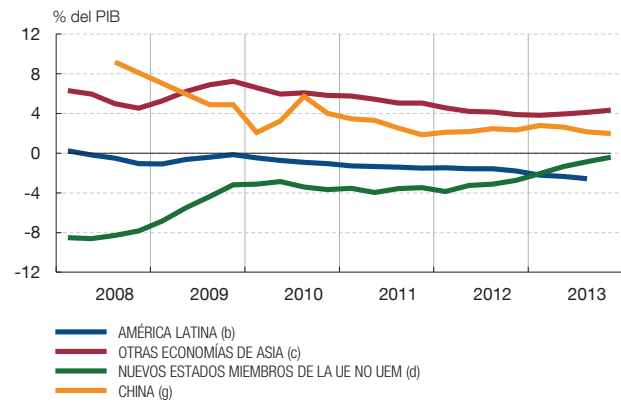
DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)



PRECIOS DE CONSUMO
Tasa interanual



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



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

- a El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.
- b Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
- c Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.
- d Polonia, Hungría, República Checa, Letonia, Lituania, Bulgaria, Rumanía y Croacia desde julio de 2013.
- 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 Brasil, Chile, México, Colombia y Perú.

bono corporativo y unos días después tuvo lugar una retirada masiva de depósitos de un pequeño banco local, ante los rumores de su inminente colapso. El 15 de marzo, se anunció la ampliación de la banda de negociación del *renminbi* hasta el $\pm 2\%$, desde el $\pm 1\%$ anterior; esta moneda se ha depreciado en más de un $2,5\%$ frente al dólar, desde mediados de enero, revirtiendo la apreciación acumulada en los nueve meses anteriores. Por otro lado, en abril, se anunció un proyecto piloto entre los mercados de acciones de Hong Kong y Shanghai, que permitirá que los inversores nacionales e internacionales, pasen a tener acceso a mercados en los que anteriormente no podían operar. En el plano fiscal, el Gobierno habilitó un pequeño paquete fiscal para dar soporte al crecimiento. En el resto de Asia emergente, el PIB agregado de la región creció un $4,5\%$ interanual en el cuarto trimestre de 2013, una décima por debajo del trimestre anterior. Los indicadores de mayor frecuencia apuntan, en general, a un menor dinamismo de la actividad en el primer trimestre de 2014. En el ámbito de las políticas monetarias, la India y Tailandia movieron los tipos oficiales en 25 pb, al alza en el primer caso y a la baja en el segundo.

En América Latina, a falta de los datos de Argentina y Venezuela, el PIB de las cinco principales economías de la región creció un 2 % en tasa interanual en el cuarto trimestre de 2013, por debajo del 2,5 % registrado en el trimestre previo, consolidando la senda de moderación iniciada a mitad del año, aunque con una clara heterogeneidad intrarregional. Los datos de mayor frecuencia reflejan cierta recuperación de la actividad en el primer trimestre. Por su parte, la inflación de los cinco países con objetivos de inflación repuntó ligeramente a principios de 2014, desde el 4,3 % en diciembre al 4,6 % en marzo, reflejando el alza del precio de los alimentos y la depreciación del tipo de cambio. Argentina publicó un nuevo índice de precios al consumo en enero, siguiendo las recomendaciones del FMI, que muestra tasas de crecimiento intermensuales (2,6 % en marzo) muy superiores a las registradas con el índice antiguo. El banco central de Brasil continuó el ciclo alcista del tipo oficial, acumulando una subida de 100 pb entre enero y abril, hasta el 11 %. En Chile, el banco central redujo en dos ocasiones los tipos oficiales en 25 pb, hasta el 4 %, en respuesta al menor dinamismo de la economía. Por otro lado, el banco central de Perú volvió a rebajar los encajes bancarios de los depósitos en moneda nacional. En los mercados cambiarios continuaron las intervenciones de los bancos centrales de Brasil y Perú, y el de Colombia continuó con su programa de compras diarias de dólares; en el último mes se han observado notables apreciaciones de las monedas de la región. En Argentina el endurecimiento de las condiciones monetarias y un cambio regulatorio que obligó a las entidades financieras a reducir sus posiciones en dólares han contribuido a aliviar las presiones cambiarias y la pérdida de reservas. En Venezuela, se puso en marcha un nuevo sistema de asignación de divisas (SICAD II) para importaciones preferentes, con un tipo de cambio medio un 88 % más depreciado que el oficial. Finalmente, Standard & Poor's rebajó un peldaño la calificación crediticia de Brasil (deuda soberana en moneda extranjera), hasta BBB-; Moody's elevó la de México a A3, y rebajó la de Argentina a Caa1; y Fitch recortó la de Venezuela hasta B.

3 EL ÁREA DEL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA DEL BCE

En el área del euro se prolongó durante el primer trimestre de 2014 el ciclo de recuperación económica iniciado hace ya un año. La relajación sostenida de las tensiones financieras y la mejora de la confianza de consumidores y empresarios han contribuido a estabilizar el mercado de trabajo (véase recuadro 3) y a consolidar la fase de expansión de la actividad, que, no obstante, es todavía débil y muy dependiente de la contribución de la demanda exterior (véase recuadro 4) y del apoyo de las políticas económicas. Así, las previsiones más recientes de organismos públicos y privados continúan anticipando unas perspectivas de crecimiento lento en los próximos años, condicionadas por el proceso de desapalancamiento en que se halla inmerso el sector privado, las elevadas necesidades de consolidación fiscal del sector público y la persistencia de un grado aún elevado de fragmentación financiera que impide la correcta transmisión de los impulsos monetarios hacia las economías del área más duramente afectadas por la crisis. El carácter débil de la recuperación hace previsible que el PIB del área solo alcance los niveles anteriores a la crisis a finales de 2015.

La inflación continuó reduciéndose en los primeros meses de 2014 a un ritmo mayor que el previsto. En un contexto de brechas de producción (*output-gaps*) elevadas, altas tasas de paro y ausencia de presiones salariales, la mayoría de los análisis disponibles coinciden en anticipar que la tasa de inflación para el conjunto del área retomará valores cercanos al 2 % solo de manera muy gradual, configurando así un escenario que plantea retos de gran complejidad para que la demanda agregada recupere su dinamismo, al incrementar en términos reales el coste de la financiación y la carga de la deuda, dificultando así el proceso de desapalancamiento en el que se hallan inmersos familias, empresas y sector público en muchos países del área. Además, dicha perspectiva incrementa la vulnerabilidad de la economía a posibles perturbaciones deflacionarias que podrían desanclar las perspectivas de precios del objetivo de la política monetaria y obstaculiza el proceso de reabsorción de los desequilibrios de competitividad dentro del área del euro, ya que dificulta el ajuste de los salarios reales.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión de abril, reiteró su expectativa de que los tipos de interés oficiales se mantendrán en los niveles actuales o más reducidos por un período de tiempo prolongado, indicó de manera explícita que no excluye medidas adicionales de impulso monetario y subrayó la existencia de un acuerdo unánime en su seno sobre el uso de instrumentos no convencionales para hacer frente a los riesgos que pudieran surgir de un período demasiado prolongado de baja inflación. Las actuaciones posibles en este ámbito, que dependerán lógicamente del tipo de perturbaciones a las que haya que hacer frente, comprenden desde nuevas medidas de liquidez hasta acciones destinadas a contrarrestar el funcionamiento deficiente del canal del crédito (*Credit Easing*) o la implementación de un programa de adquisición de activos financieros públicos y privados (*Quantitative Easing*).

Tras un complejo proceso de negociación, en marzo se logró el acuerdo sobre el diseño del MUR, el segundo pilar sobre el que se asienta el proyecto de la unión bancaria. Una Junta de Resolución afrontará de manera centralizada y coordinada los procesos de resolución de las entidades sujetas a la supervisión única. Para ello contará con el respaldo financiero de un Fondo Único de Resolución, que se nutrirá con las aportaciones de las entidades bancarias. Para completar el diseño del MUR habrá que definir en los próximos meses un mecanismo común que proporcione un respaldo fiscal de última instancia en situaciones de graves crisis bancarias.

La tasa de paro del área del euro ha repuntado en 4,5 pp durante la Gran Recesión, pasando de registrar en 2007 su nivel más bajo desde el inicio de la Unión Monetaria a alcanzar a finales de 2013 el máximo histórico, un 12 %. A pesar de la magnitud del deterioro, la respuesta de la tasa de paro a la contracción de la actividad no ha supuesto, para el conjunto del área del euro, un aumento de su sensibilidad cíclica. Así, a lo largo de los últimos quince años, el coeficiente estimado de la ley de Okun se ha mantenido relativamente estable, si bien situado en valores algo superiores a los registrados en los años setenta y ochenta (véase gráfico 1), como consecuencia de los cambios que se han producido desde entonces en materia de protección al empleo, prestaciones por desempleo y flexibilización de la contratación¹.

El comportamiento agregado a escala del área esconde, no obstante, respuestas heterogéneas. Así, mientras que Francia reproduce el patrón seguido por el agregado del área (véase gráfico 2), la sensibilidad de la tasa de paro al ciclo económico ha disminuido significativamente durante la crisis en Alemania. En el caso de la economía española, que destaca en las comparaciones interna-

cionales² como uno de los mercados laborales en los que el empleo es más reactivo al ciclo, la sensibilidad cíclica de la tasa de paro ha aumentado.

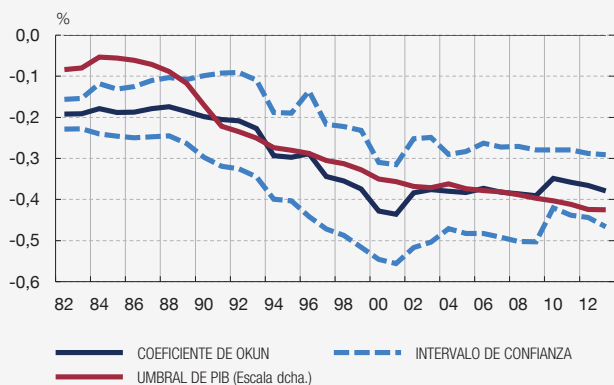
La forma específica en la que la recesión ha afectado a las economías explica en parte este comportamiento diferencial, ya que existe evidencia de que la sensibilidad de la tasa de paro a la actividad depende en gran medida de la naturaleza de las distintas perturbaciones subyacentes. Así, la sensibilidad del desempleo al componente del consumo privado se estima que es entre tres y seis veces superior al de las exportaciones³. Esta mayor resistencia del mercado de trabajo a los shocks exportadores explicaría, en parte, la falta de reacción registrada en el mercado laboral alemán, poco afectado por desequilibrios de carácter interno. Del mismo modo, los aumentos recientes de la sensibilidad cíclica de la tasa de paro en los casos de España e Irlanda vendrían explicados, al menos en parte también, por la contracción de la actividad en el sector de la construcción, muy intensivo en mano de obra.

1 FMI (2010), *Unemployment Dynamics during Recessions and Recoveries: Okun's Law and Beyond*.

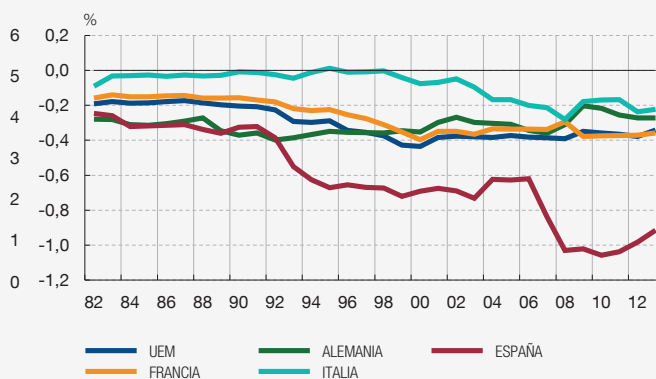
2 L. Ball et al. (2012), *Okun's Law: Fit at 50?*, FMI.

3 Structural Issues Report 2012, *Euro Area Labour Markets and the Crisis*. BCE.

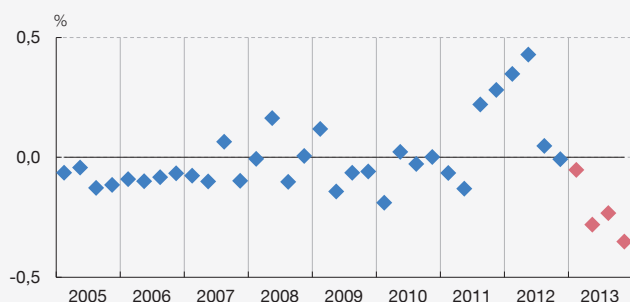
1 UEM: ECUACIÓN DE TASA DE PARO CON RESPECTO AL PIB (LEY DE OKUN) ESTIMACIÓN CON VENTANAS DE 20 AÑOS



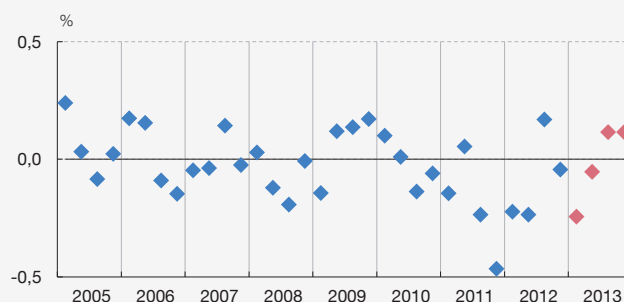
2 PAÍSES DE LA UEM: ECUACIÓN DE TASA DE PARO CON RESPECTO AL PIB (LEY DE OKUN) ESTIMACIÓN CON VENTANAS DE 20 AÑOS



3 UEM: RESIDUOS ECUACIÓN DE TASA DE PARO CON RESPECTO AL PIB (LEY DE OKUN) ESTIMACIÓN TRIMESTRAL



4 UEM: RESIDUOS ECUACIÓN DE EMPLEO CON RESPECTO AL PIB ESTIMACIÓN TRIMESTRAL



FUENTES: Ameco, Eurostat y Banco de España.

No obstante, las diferencias en el valor estimado de la ley de Okun también reflejan las características institucionales propias de los mercados de trabajo nacionales⁴. Un coeficiente bajo se corresponde, en general, con marcos regulatorios en los que las empresas —frecuentemente, en un contexto de negociación colectiva descentralizada— realizan sus ajustes usando prioritariamente la flexibilidad interna, adaptando el número de horas trabajadas por persona y acomodando los salarios a la productividad de sus trabajadores. Por contra, los marcos regulatorios en los que una elevada protección del empleo y alta rigidez salarial conviven con formas contractuales temporales conducen en general a una mayor sensibilidad cíclica de la tasa de paro. En este sentido, las reformas integrales del mercado de trabajo pueden reducir tanto el nivel estructural como la volatilidad cíclica del desempleo⁵.

4 C. Cazes, S. Verick y F. Al Hussami (2011), *Diverging trends in unemployment in the United States and Europe: Evidence from Okun's law and the Global Financial Crisis*, ILO Working Paper 106.

5 Cheptea et al. (2014), *What do past reforms tell us about fostering job creation in western Europe*, FMI.

Finalmente, la respuesta del mercado de trabajo a la fase de recuperación iniciada en 2013 debería permitir también arrojar alguna luz sobre la preocupación subyacente en algunos análisis de que el área del euro pudiera verse sumida en una recuperación económica sin creación de empleo. El gráfico 3 presenta, en este sentido, un ejercicio sencillo en el que se estima, con datos trimestrales del período 1995-2012, la relación que, según la ley de Okun, existiría entre la variación de la tasa de paro y el crecimiento del PIB y se obtiene, según dicha relación, la tasa de paro predicha para 2013. El mismo ejercicio se repite también en el gráfico 4 para el empleo. Los resultados muestran que, aunque la tasa de paro ha continuado avanzando a lo largo de este último año, lo ha hecho en menor medida que lo previsto por el modelo. Esta evidencia sugiere que la recuperación económica en marcha está en línea con la experiencia histórica y, por tanto, permite, sobre la base de la extrapolación de las tendencias más recientes, ser moderadamente positivo sobre las perspectivas de evolución del empleo en los próximos trimestres. Con todo, la extrapolación de esas mismas tendencias hace augurar que el proceso de absorción de las elevadas tasas de paro existentes será muy lento también, dado el carácter débil de la recuperación económica.

3.1 Evolución económica

De acuerdo con la estimación final de Contabilidad Nacional correspondiente al cuarto trimestre de 2013, el PIB del área del euro creció un 0,2 %, una décima más que en el período julio-septiembre (véase cuadro 2). Este mayor dinamismo obedeció, principalmente, a la aportación positiva del saldo neto exterior. Las exportaciones se aceleraron al tiempo que disminuyó el ritmo de avance de las importaciones. Por su parte, la demanda interna, excluidas las existencias, tuvo también una aportación positiva al crecimiento del producto, como resultado de la aceleración de la formación bruta del capital fijo, mientras que la contribución de la variación de existencias fue negativa. El valor añadido avanzó en todas las ramas de actividad, con la excepción de la de los servicios de mercado, en la que se mantuvo sin cambios. Finalmente, por países, el PIB creció en todos ellos, pero de forma más significativa en Francia y en Holanda.

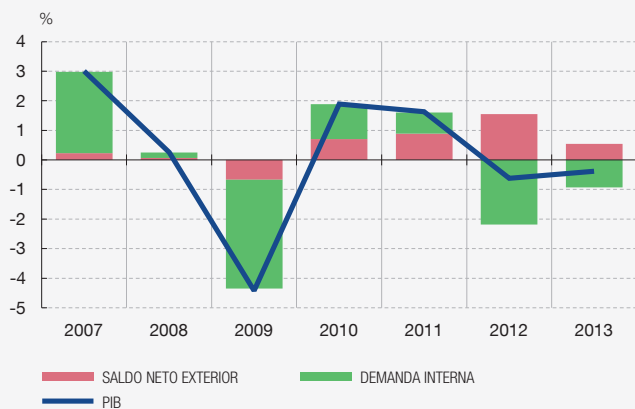
En el cuarto trimestre del pasado año, el número de empleados aumentó un 0,1 %, lo que supuso una caída del 0,5 % en términos interanuales. Los costes laborales unitarios avanzaron más lentamente que en el trimestre anterior, tanto por una cierta contención de la remuneración por asalariado como por el repunte de la productividad por ocupado. Por su parte, el deflactor del PIB creció por encima de los CLU, lo que permitió una nueva ampliación del indicador de márgenes empresariales (véase gráfico 8).

En el primer trimestre del 2014, la mayor parte de los indicadores económicos se situaron en media en registros superiores a los del período octubre-diciembre (véase gráfico 9). Desde la vertiente de la oferta, la producción industrial volvió a expandirse en la media de enero y febrero. Los indicadores de confianza de las principales ramas de actividad (con la excepción de la construcción) elaborados por la CE y los basados en las encuestas a los directores de compras (PMI) registraron un incremento en el promedio de los primeros

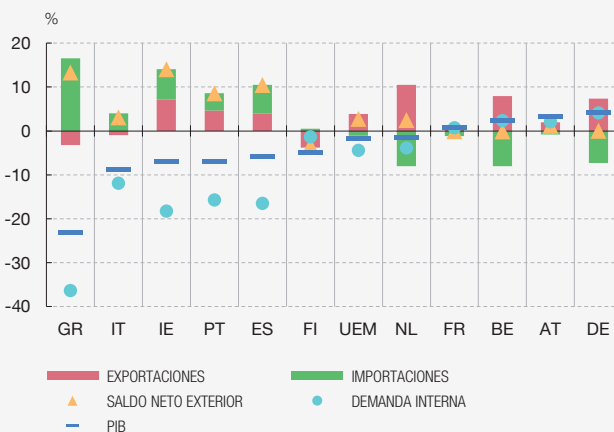
Durante los años recientes, el sector exterior ha desempeñado un papel esencial como amortiguador de la caída de la demanda interna en el área del euro en el período de crisis y motor de la

recuperación que se inició en 2013. Como se aprecia en el gráfico 1, para el conjunto de la UEM, el crecimiento acumulado del PIB entre 2010 y 2013 (una vez superado el momento crítico

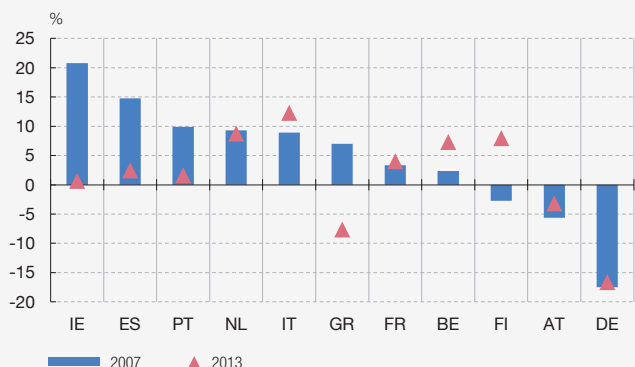
1 UEM. CONTRIBUCIONES A LA VARIACIÓN ANUAL DEL PIB



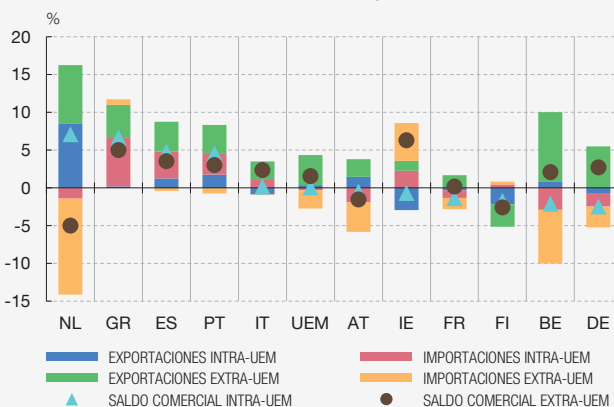
2 CONTRIBUCIONES A LA VARIACIÓN DEL PIB ENTRE 2007 Y 2013



3 TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL CON CLU FRENTE A LA UEM
Variación desde 1998



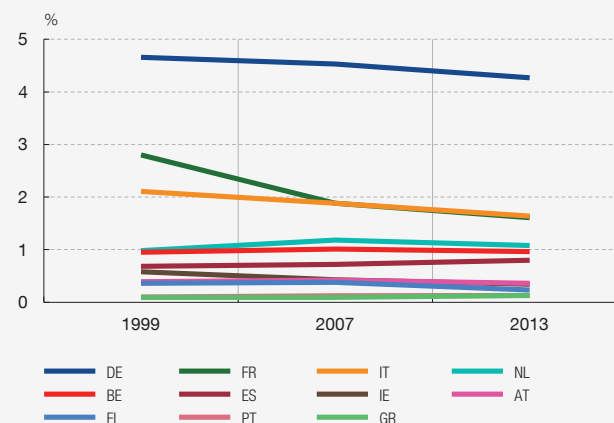
4 COMERCIO DE BIENES
Contribución a la variación del saldo entre 2007 y 2013 (% del PIB)



5 UEM. EXPORTACIONES DE BIENES EXTRA-UEM



6 CUOTAS DE EXPORTACIÓN DE BIENES (a)



FUENTE: Comisión Europea.

a Excluyendo exportaciones intra-Unión Europea 15.

de caída de la actividad internacional en 2009) viene explicado exclusivamente por la aportación positiva del sector exterior, que compensó la contribución negativa de la demanda interna.

Por países, se aprecian diferencias significativas. Así, la aportación del sector exterior ha sido particularmente positiva en aquellos que en el pasado acumularon mayores déficits por cuenta corriente (véase gráfico 2). En estas economías, la contribución del sector exterior se asentó en un primer momento en el efecto arrastre que la contracción de la demanda interna tuvo sobre las importaciones. En cambio, en los años más recientes han sido las exportaciones las que han sustentado en buena medida la aportación positiva de la demanda exterior —excepto en el caso de Grecia, donde la recuperación de las ventas al exterior se retrasó hasta 2013—. En el resto de países del área del euro, donde el crecimiento de la demanda y de las importaciones fue más intenso, la aportación del sector exterior ha sido prácticamente nula, salvo en los casos de Holanda —puerto de entrada de mercancías procedentes de fuera de la UEM que se destinan a otros países del área—, donde alcanzó un valor positivo, y de Finlandia, con una contribución negativa.

Estos resultados han venido acompañados por un proceso intenso de reajuste de la competitividad relativa de los países de la UEM en los años posteriores a 2007 (véase gráfico 3). Así, la mayoría de los países que acumularon pérdidas de competitividad en la primera década de la moneda única han revertido esta situación en años recientes, situando sus costes relativos en niveles ya similares a los prevalecientes al inicio de la UEM o, en el caso de Grecia, incluso mejores. En cuanto al resto de los países, Italia y un grupo de economías pequeñas, como Bélgica o Finlandia, han contribuido a la reabsorción de los desequilibrios competitivos en la UEM registrando un incremento de sus costes relativos desde 2007. En cambio los costes relativos de Alemania frente a los demás países del área apenas han mostrado variaciones en dicho período.

Las economías que durante la crisis han registrado un reajuste de su competitividad han experimentado una mejora apreciable

de su saldo comercial intra-UEM, que ha tenido como contrapartida un deterioro de dicho saldo en todos los países con superávit (con la excepción de Holanda, por el papel ya mencionado de las reexportaciones). Pero, como se aprecia en el gráfico 4, este resultado se encuentra asociado en buena parte a la caída de las importaciones de las economías más vulnerables, mientras que las exportaciones destinadas a otras economías de la UEM tuvieron un comportamiento relativamente moderado.

En cambio, la mejora de los saldos frente a los países no UEM es generalizada (salvo en algunas economías pequeñas, como Austria, Finlandia y Holanda) y, así como en un primer momento descansó en el ajuste de las importaciones, en los años recientes se ha asentado de manera creciente en el dinamismo de las ventas a dichos países. En consecuencia, la orientación hacia estos mercados externos del área (cuya relevancia había disminuido hasta comienzos del presente siglo como reflejo del proceso de integración europea) repuntó después como consecuencia de la globalización y, en los años más recientes, de una búsqueda de nuevos mercados para sortear el colapso de la demanda en algunas economías del área (véase gráfico 5). Esta reorientación hacia los mercados de fuera del área ha sido más marcada en países como España, Grecia y Portugal, que han mantenido o aumentado sus cuotas de exportación —como se aprecia en el gráfico 6—, mientras que en Francia, Italia e, incluso, Alemania dichas cuotas han retrocedido.

En definitiva, la debilidad de la demanda de los países del área del euro ha propiciado una gradual reorientación de los flujos comerciales hacia mercados situados fuera de la UEM, intensificando la tendencia observada en los años previos a la crisis. Este resultado ha sido particularmente notable en los países que han registrado un mayor ajuste de su competitividad-precio, aunque su presencia en estos mercados sigue siendo todavía moderada. En este sentido, las vulnerabilidades que han surgido en algunas economías emergentes y la notable depreciación que han registrado sus monedas pueden plantear algunos riesgos sobre la evolución futura de las exportaciones, compensados solo en parte por las mejores perspectivas de la demanda en las economías desarrolladas.

meses del año con respecto al período precedente. La tasa de paro se mantuvo estable en torno al 11,9 % en enero y febrero, mientras que las expectativas de creación de empleo procedentes de las encuestas PMI mejoraron en todos los sectores, incluido el de la construcción.

Por el lado de la demanda, los indicadores de consumo también reflejaron, en general, un comportamiento favorable. Así, la confianza de los consumidores y las ventas al por menor aumentaron en el primer trimestre, al igual que las matriculaciones de automóviles en febrero, tras el importante retroceso registrado en el mes anterior. Por su parte, tanto el grado de utilización de la capacidad productiva como la valoración de la cartera de pedidos

	2012		2013				2014	
	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
Contabilidad Nacional (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)								
Producto interior bruto	-0,2	-0,5	-0,2	0,3	0,1	0,2		
Consumo privado	-0,1	-0,6	-0,2	0,1	0,1	0,1		
Consumo público	-0,2	0,0	0,2	-0,1	0,4	-0,3		
Formación bruta de capital fijo	-0,7	-1,4	-1,7	0,1	0,5	1,0		
Importaciones	0,3	-0,9	-1,2	1,7	0,9	0,5		
Exportaciones	0,7	-0,6	-0,9	2,4	0,1	1,3		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
Demanda interna, excluidas existencias	-0,3	-0,6	-0,4	0,1	0,2	0,2		
Variación de existencias	-0,1	0,0	0,1	-0,1	0,3	-0,3		
Demanda exterior neta	0,2	0,2	0,1	0,4	-0,3	0,4		
PIB (tasa de variación interanual)	-0,7	-1,0	-1,1	-0,6	-0,3	0,5		
Indicadores de actividad (datos medios del trimestre)								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	0,2	-2,1	0,3	0,7	0,0	0,5	0,4	
Sentimiento económico	87,8	87,2	90,5	90,2	95,3	99,1	101,5	
PMI compuesto	46,3	46,5	47,7	47,8	51,4	51,9	53,2	
Empleo	-0,2	-0,3	-0,5	0,0	0,0	0,1		
Tasa de paro	11,4	11,7	12,0	12,0	12,0	11,9	11,9	
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período)								
IAPC	2,6	2,2	1,7	1,6	1,1	0,8	0,5	
IPRI	2,8	2,2	0,5	0,1	-0,9	-0,8	-1,7	
Precio del petróleo (valor en dólares)	113,2	110,9	109,6	103,2	113,6	111,3	108,3	107,1
Indicadores financieros (datos de fin de período)								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	2,3	2,1	3,0	3,2	3,3	3,3	2,8	2,6
Diferencial deuda pública a diez años EEUU-UEM	-0,72	-0,36	-1,17	-0,72	-0,70	-0,34	-0,02	0,07
Tipo de cambio dólar/euro	1,293	1,319	1,281	1,308	1,351	1,379	1,379	1,386
Apreciación/depreciación del TCEN-20 (b)	-2,3	-0,4	0,2	2,5	3,1	4,9	0,5	0,6
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)	5,9	13,8	-0,5	-1,3	9,8	17,9	1,7	1,5

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

a Información disponible hasta el día 17 de abril de 2014.

b Variación porcentual acumulada en el año.

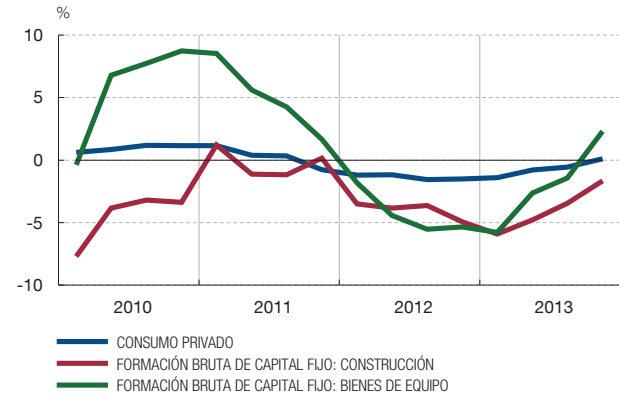
de la industria, indicadores relacionados con la inversión, mejoraron a principios del año. Finalmente, las exportaciones nominales se expandieron en enero y febrero, en línea con el buen comportamiento en el primer trimestre de las expectativas de exportación y de la valoración de la cartera de pedidos exteriores.

En definitiva, la información coyuntural más reciente apunta a la continuación, a principios de año, de la fase de suave expansión de la actividad económica iniciada en el segundo trimestre de 2013. Más a medio plazo, los organismos internacionales y los analistas privados (véase cuadro 3) prevén que se prolongue la recuperación del PIB en 2014 y 2015, apoyada en un entorno exterior relativamente favorable, aunque no exento de riesgos, y en el progresivo fortalecimiento de la demanda interna, impulsada por el tono acomodaticio de la política monetaria y la mejora continuada de las condiciones financieras. En torno a estas perspectivas, predominan los riesgos a la baja, relacionados principalmente con una evolución de la demanda global, que pudiera ser más débil de lo previsto, los eleva-

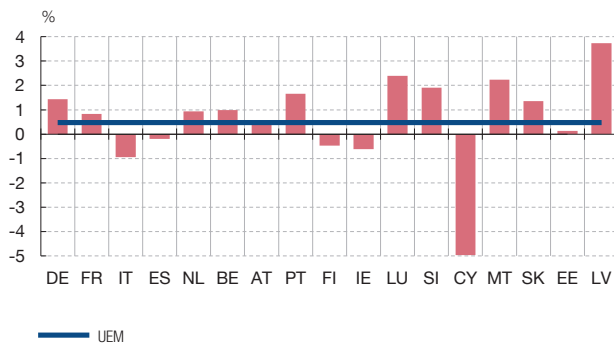
PRODUCCIÓN Y EMPLEO
Tasas de variación interanual



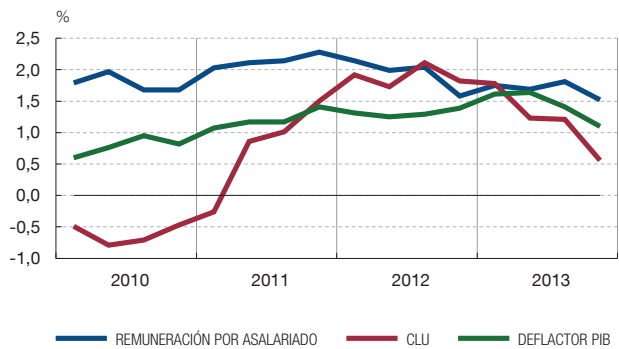
CONSUMO PRIVADO E INVERSIÓN
Tasas de variación interanual



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB
Cuarto trimestre de 2013



SALARIOS Y COSTES
Tasas de variación interanual



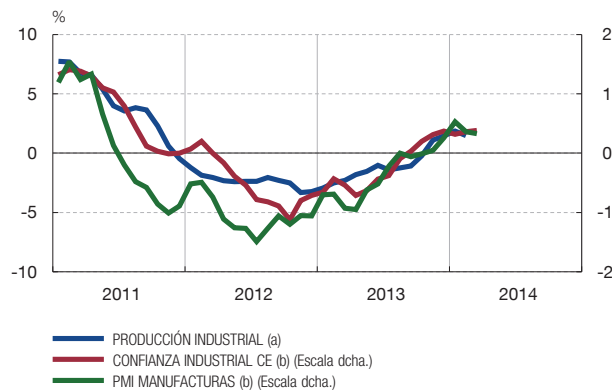
FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

dos niveles de endeudamiento tanto del sector privado no financiero en algunos países como de los propios bancos, la necesidad de continuar con el proceso de consolidación fiscal y la persistencia de la fragmentación financiera.

La tasa interanual de inflación del área del euro se situó en el 0,5 % en marzo, tres décimas por debajo de la registrada a finales del pasado año. Esta moderación del IAPC, que se debió al menor ritmo de avance de los precios de los alimentos y al retroceso de los de la energía, también se vio afectada por el cambio en el calendario del período vacacional de Semana Santa. El resto de partidas que constituyen el índice apenas sufrió modificaciones con respecto a finales del trimestre anterior. De este modo, la inflación subyacente, medida por el índice general, que excluye alimentos no elaborados y energía, se mantuvo sin cambios, en el 0,9 % (véase gráfico 10). Finalmente, los precios industriales aumentaron su ritmo de contracción registrando en febrero un retroceso del 1,7 %, debido fundamentalmente a la caída de los precios de la energía y de los bienes de consumo no duradero.

A medio plazo, se espera —en el contexto anticipado de debilidad económica— que la inflación siga manteniéndose durante un período prolongado de tiempo en niveles muy moderados, significativamente por debajo de 2 %. La reciente tendencia apreciatoria del tipo de cambio del euro y las tensiones geopolíticas constituyen factores singulares de

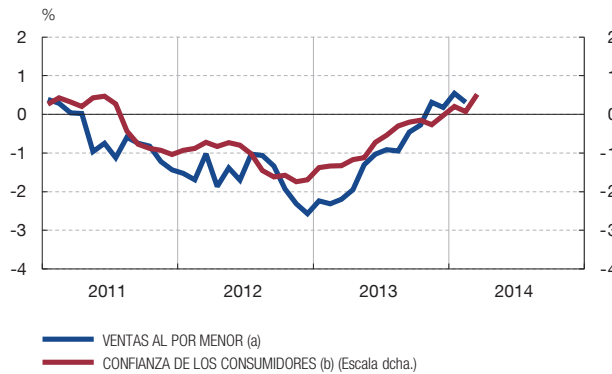
INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL



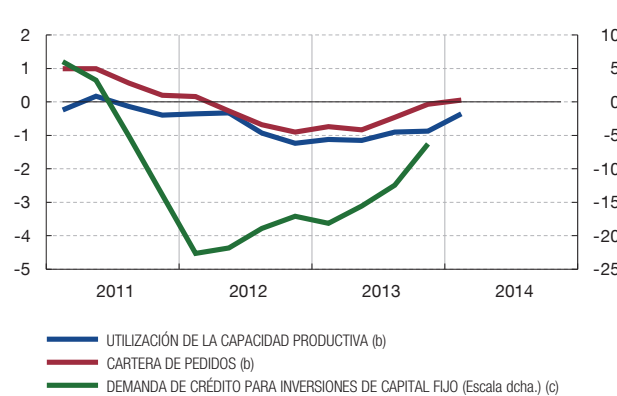
INDICADORES DEL SECTOR SERVICIOS



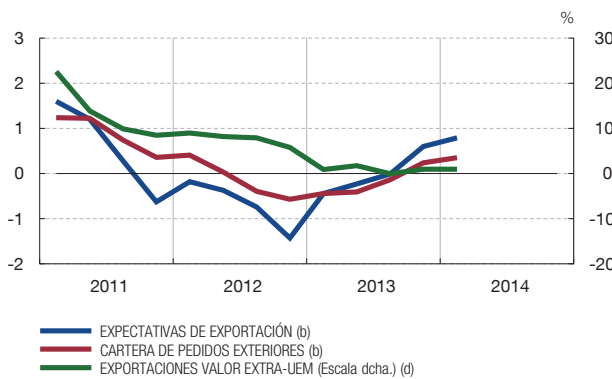
INDICADORES DE CONSUMO



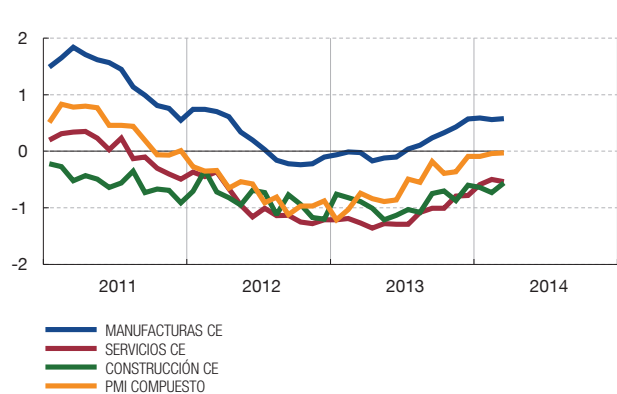
INDICADORES DE INVERSIÓN



INDICADORES DE EXPORTACIONES



INDICADORES DE EXPECTATIVAS DE EMPLEO (b)



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y *Markit Economics*.

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

	2014		2015	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Banco Central Europeo (marzo de 2014)	1,2	1,0	1,5	1,3
Comisión Europea (febrero de 2014)	1,2	1,0	1,8	1,3
Fondo Monetario Internacional (abril de 2014)	1,2	0,9	1,5	1,2
OCDE (noviembre de 2013)	1,0	1,2	1,6	1,2
Consensus Forecast (marzo de 2014)	1,1	0,9	1,4	1,3
Eurobarómetro (abril de 2014)	1,2	0,9	1,6	1,3

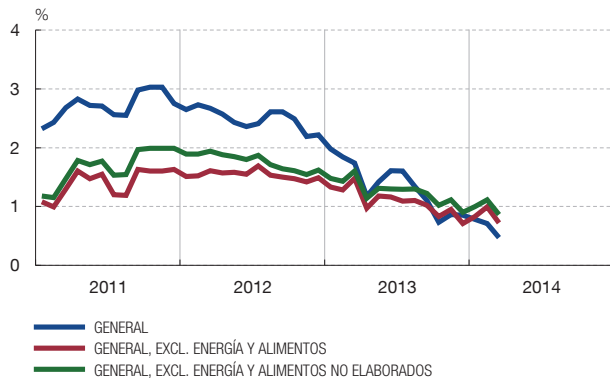
FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea, Consensus Forecast, Fondo Monetario Internacional, MJ Economics y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

a Tasas de variación anual.

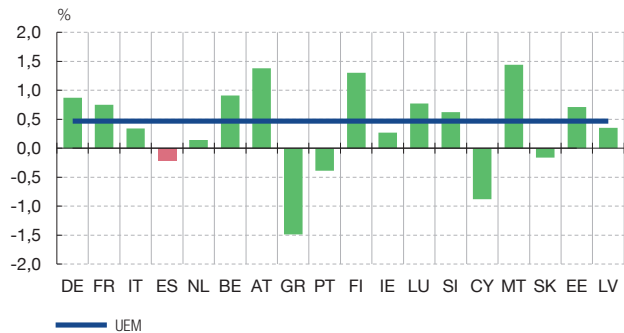
UEM. INDICADORES DE PRECIOS
Tasas de variación interanual

GRÁFICO 10

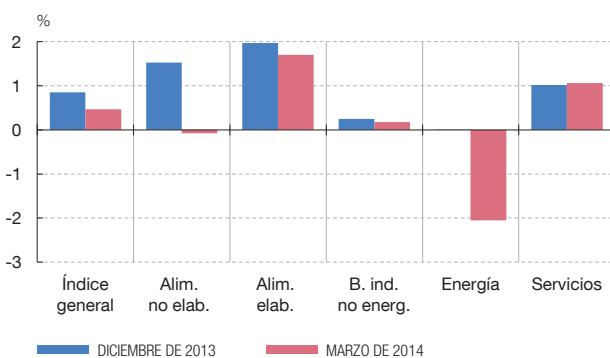
ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



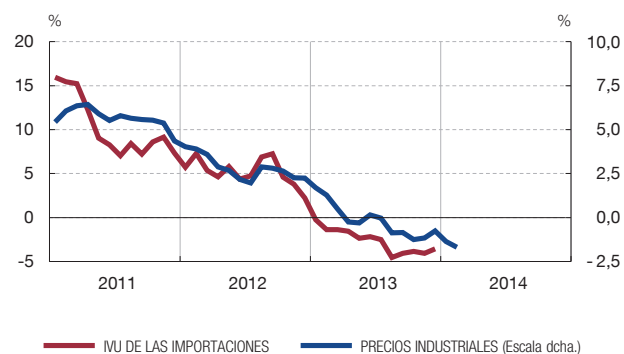
IAPC GENERAL
(Marzo de 2014)



IAPC Y SUS COMPONENTES



OTROS INDICADORES DE PRECIOS

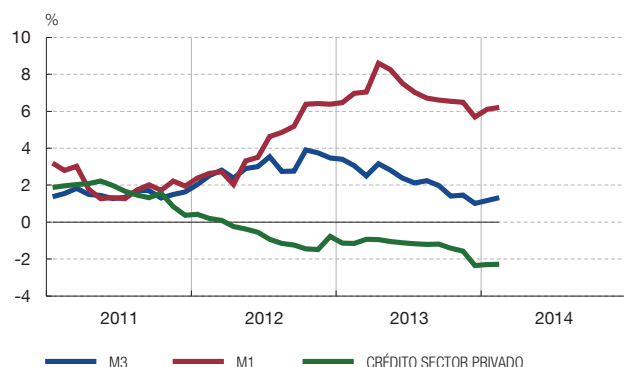


FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

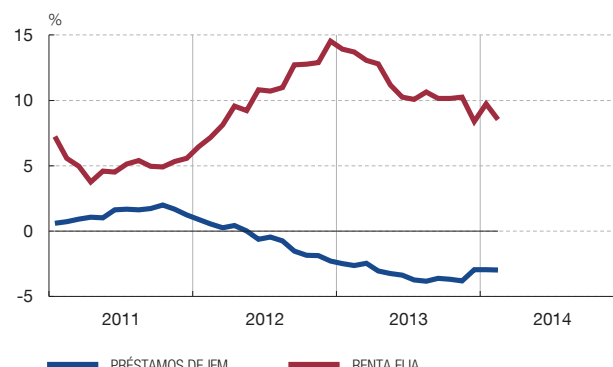
incertidumbre en torno a este escenario. Con todo, las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen ancladas en niveles compatibles con el objetivo de estabilidad de precios.

Según las estimaciones publicadas por el BCE, la balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló entre enero y febrero de 2014 un superávit de 20,9 mm de euros (un 1,3%

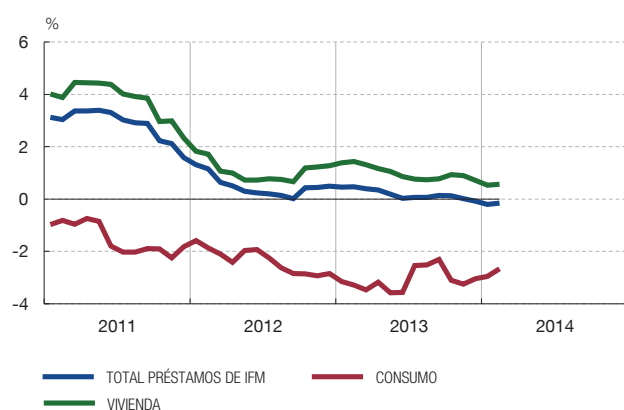
AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS
Tasas de variación interanual



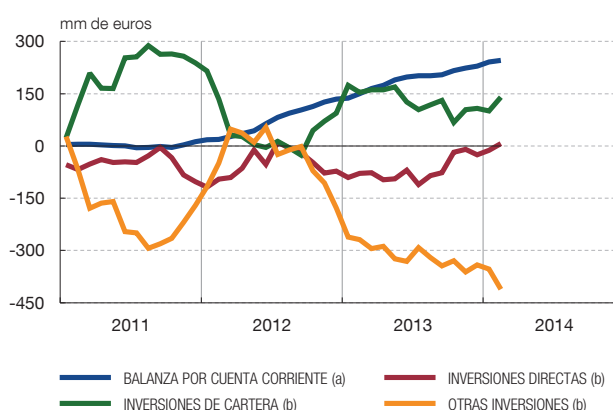
FINANCIACIÓN DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanual



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.

del PIB), mayor que el registrado en el mismo período del año anterior, que alcanzó 4,4 mm de euros (un 0,3 % del PIB). Esta mejora del saldo obedeció sobre todo al comportamiento de las balanzas de bienes y de servicios. El saldo de transferencias corrientes se hizo menos negativo, mientras que se mantuvo el de la balanza de rentas. Por otro lado, dentro de la cuenta financiera, y en el mismo período, se produjo una salida neta de capitales, al no compensarse el aumento de la inversión en cartera y de la inversión directa con el retroceso de las otras inversiones. De esta forma, la balanza básica, que aúna estos dos tipos de inversiones y la balanza por cuenta corriente, registró un superávit de 87,4 mm de euros entre enero y febrero de 2014, superior al de 6,8 mm de euros observado en el mismo período del año anterior (véase gráfico 11).

De acuerdo con las previsiones más recientes de la CE, que incorporan la información de los presupuestos nacionales, en 2014 el déficit de las Administraciones Públicas de los países del área del euro se reducirá hasta el 2,6 % del PIB, frente al 3,1 % registrado en 2013 (véase cuadro 4). Este resultado reflejaría una mejora del saldo primario, que podría alcanzar un superávit por primera vez desde el 2008, mientras que los pagos por intereses de la deuda se mantendrían en torno al 3 % del PIB. La política fiscal seguirá ejerciendo un efecto contractivo sobre el crecimiento del PIB, aunque sensiblemente inferior al de

% del PIB

	2012	2013		2014		2015	
		CE (b)	CE (b)	FMI (c)	CE (b)	FMI (c)	
Bélgica	-4,0	-2,7	-2,6	-2,4	-2,7	-2,1	
Alemania	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	
Estonia	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	0,2	
Irlanda	-8,2	-7,2	-4,8	-5,1	-4,3	-3,0	
Grecia	-9,0	-13,1	-2,2	-2,7	-1,0	-1,9	
España	-10,6	-7,2	-5,8	-5,9	-6,5	-4,9	
Francia	-4,8	-4,2	-4,0	-3,7	-3,9	-3,0	
Italia	-3,0	-3,0	-2,6	-2,7	-2,2	-1,8	
Chipre	-6,3	-5,5	-5,8	-5,2	-6,1	-5,2	
Letonia	-1,3	-1,3	-1,0	-1,1	-1,0	1,3	
Luxemburgo	-0,6	-0,2	-0,5	0,1	-2,4	-2,4	
Malta	-3,3	-3,0	-2,7	-3,1	-2,7	-3,3	
Holanda	-4,1	-3,1	-3,2	-3,0	-2,9	-2,0	
Austria	-2,5	-1,7	-2,1	-3,0	-1,8	-1,5	
Portugal	-6,4	-5,9	-4,0	-4,0	-2,5	-2,5	
Eslovenia	-3,8	-14,9	-3,9	-5,5	-3,3	-4,1	
Eslovaquia	-4,5	-2,5	-3,3	-3,8	-3,4	-3,8	
Finlandia	-1,8	-2,4	-2,5	-2,6	-2,3	-1,9	
Pro memoria: UEM							
Saldo primario	-0,6	-0,1	0,4	-0,1	0,5	0,5	
Saldo total	-3,7	-3,1	-2,6	-2,6	-2,5	-2,0	
Deuda pública	92,7	95,6	96,1	95,6	95,6	94,5	

FUENTES: Comisión Europea y Fondo Monetario Internacional.

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

b Previsiones de la CE de invierno de 2014.

c Previsiones del FMI de abril de 2014.

años anteriores, ya que el déficit estructural se reduciría aproximadamente en 0,3 pp del PIB en 2014, frente al 1 % estimado en 2013. Además, se percibe un cambio en la composición de la consolidación, ya que los ingresos permanecerán prácticamente estables, tras el gradual aumento registrado en los años recientes, mientras que los gastos disminuirían como consecuencia, sobre todo, de la estabilización del mercado de trabajo. Además, las revisiones exhaustivas del gasto que han emprendido algunas economías del área también contribuirán a este resultado. Por su parte, el saldo de deuda pública alcanzará el 96 % del PIB, máximo histórico desde la creación de la UEM.

Por países, destaca la mejora en las cuentas públicas en Portugal, Grecia y Chipre, que registraron en 2013 saldos presupuestarios más favorables de lo comprometido en sus respectivos programas de asistencia financiera, lo que, unido a la evolución más positiva de lo anticipado de las condiciones de financiación y de su situación macroeconómica, aumenta las perspectivas de cumplimiento de los objetivos fiscales a corto y medio plazo. En cambio, en el caso de Francia y Eslovenia la CE publicó en marzo sendas recomendaciones para que ambos países establezcan medidas de consolidación adicionales, dado el riesgo de incumplimiento de los compromisos adquiridos en el Procedimiento de Déficit Excesivo. En todo caso, siguen siendo numerosas las economías del área —entre ellas,

España, Italia y Holanda— que, de acuerdo con la CE, deberán profundizar en su estrategia de consolidación para cumplir los requisitos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y re-conducir los niveles de deuda hacia valores más sostenibles. En este contexto, adquiere especial relevancia el grado de detalle de las medidas para 2015 incluidas en los programas de estabilidad que estos países deberán presentar a finales de abril en el contexto del Semestre Europeo, que avanza los planes presupuestarios para el período 2014-2017.

Por otra parte, en el marco del Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos, la CE hizo públicos los resultados de los exámenes en profundidad de los países con potenciales desequilibrios macroeconómicos, que en esta ronda fueron todos los de la UEM que no están bajo programa, salvo Austria, Eslovaquia y Estonia. La CE considera que Italia y Eslovenia presentan desequilibrios excesivos y en junio se decidirá cuáles son los siguientes pasos que se deben adoptar en el marco de este procedimiento. Por su parte, España deja de estar en el grupo de países que sufren desequilibrios excesivos, si bien la Comisión destaca la persistencia de algunos de ellos. Con todo, aunque el déficit por cuenta corriente ha registrado en general una corrección notable, son numerosas las economías que deben proseguir con su ajuste competitivo y con el proceso de desapalancamiento público y privado, en un contexto complejo derivado de las reducidas tasas de inflación que prevalecen en el área del euro. Según la CE, Alemania también debe establecer medidas para dinamizar y ampliar su potencial de crecimiento a medio plazo. Los programas nacionales de reforma que los países presentarán a finales de abril deberán especificar las medidas para seguir avanzando en la corrección de desequilibrios.

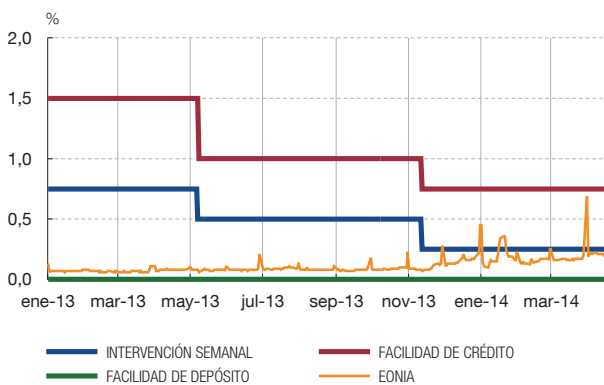
Los progresos en consolidación fiscal y reforma estructural llevados a cabo en Portugal han permitido que mejoren notablemente las perspectivas de que el país pueda volver a financiarse en los mercados una vez que finalice su programa de asistencia en mayo de 2014. En el caso de Grecia, la aprobación de nuevas reformas por parte del Gobierno permitió la liberación de un nuevo tramo de ayuda y está previsto, en los términos acordados en el segundo programa de asistencia, que el Eurogrupo discuta a partir de mayo medidas para mejorar la sostenibilidad de su deuda pública.

3.2 Evolución monetaria y financiera

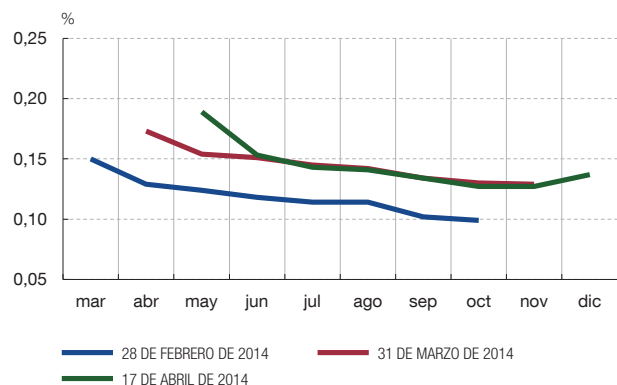
En los primeros meses de 2014, los indicadores de tensión financiera en el área del euro continuaron mejorando, hasta alcanzar niveles próximos a los registrados en los momentos previos al inicio de la crisis de deuda soberana, a finales de 2009. La estabilización de los mercados financieros no se ha traducido todavía, sin embargo, en una reducción de la heterogeneidad en las condiciones en las que hogares y empresas acceden a la financiación. En este contexto, la evolución de los préstamos bancarios al sector privado —y, particularmente, al sector de empresas— ha seguido mostrando una gran debilidad, que contrasta con la recuperación económica iniciada hace ya un año. Esta atonía es común a casi todos los países del área, si bien es de mayor intensidad en los más afectados por la crisis de deuda. Constituye un motivo de preocupación en la medida en que sugiere la posible acción de factores de oferta que podrían estar restando dinamismo a la evolución de los agregados crediticios en un momento en el que la demanda estaría reactivándose, dificultando así la consolidación de la recuperación económica.

En el contexto descrito de ausencia de presiones inflacionistas en el horizonte relevante para la política monetaria, el Consejo de Gobierno del BCE mantuvo durante el trimestre el tono acomodaticio de la política monetaria, dejando inalterados los tipos de interés, y confirmó las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward-guidance*), reiterando su expectativa de que los tipos de interés oficiales se mantendrán en los niveles actuales o más reducidos por un período de tiempo prolongado. Así, los tipos

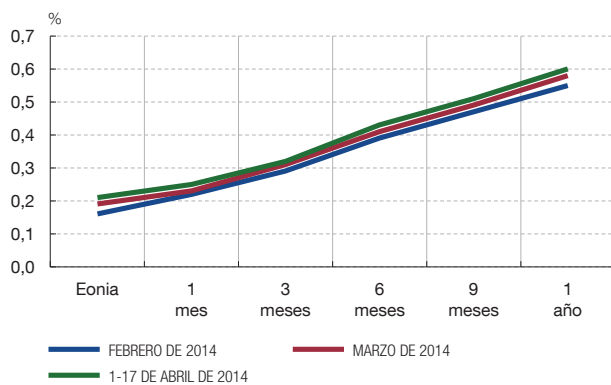
EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



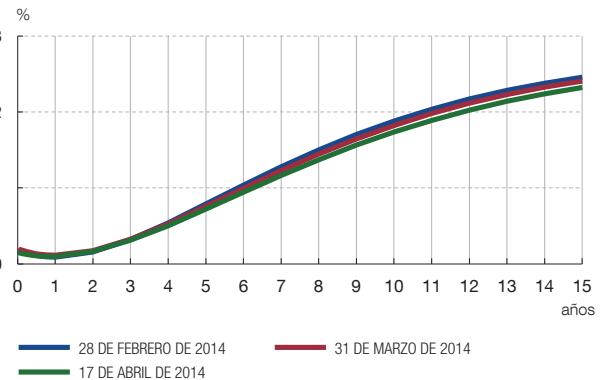
TIPO EONIA ESPERADO PARA LOS OCHO SIGUIENTES PERÍODOS DE MANTENIMIENTO



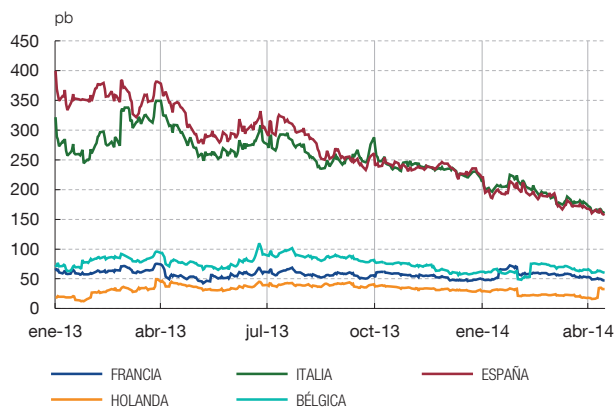
MERCADO INTERBANCARIO



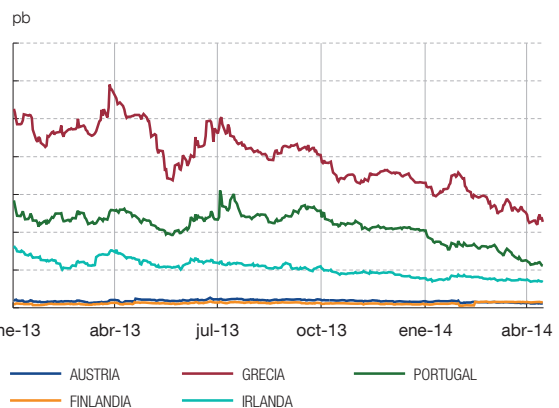
CURVA CUPÓN CERO (a)



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA

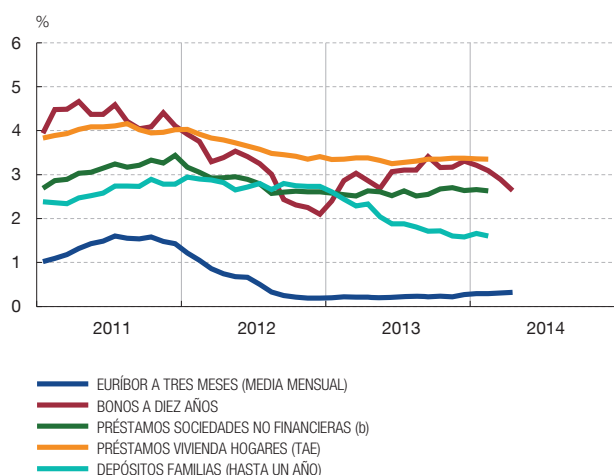


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

de interés de las operaciones principales de financiación permanecieron en el 0,25 %, al tiempo que los tipos de las facilidades de crédito y de depósito se mantuvieron en el 0,75 % y el 0 %, respectivamente (véase gráfico 12). Además, en su reunión de abril, el Consejo de Gobierno del BCE señaló que es unánime en su compromiso de utilizar también instrumentos no convencionales acordes con su mandato, para afrontar eficazmente los riesgos de un período de baja inflación demasiado prolongado.

EURÍBOR Y TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS (a)



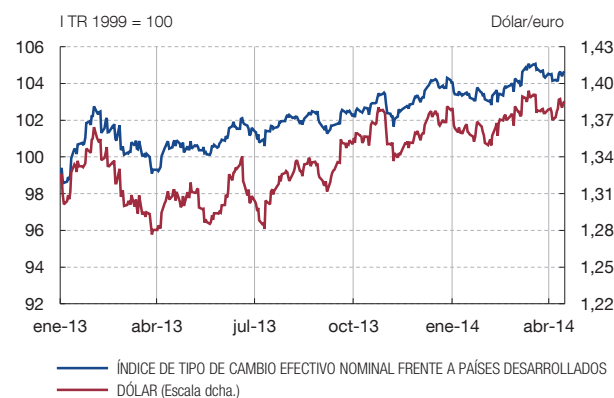
DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD DE LOS BONOS CORPORATIVOS CON RESPECTO A LOS SWAP ASSETS



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 el mercado bursátil prosiguió la tendencia alcista de los precios, corregida parcialmente en abril. El EUROSTOXX 50 acumula una revalorización tímida del 1,5 % en el año, con un comportamiento muy positivo de las cotizaciones de empresas del sector bancario y de la construcción, que han ascendido en torno al 9 % y al 13 %, respectivamente, desde principios de año. Por su parte, el tipo de cambio del euro se apreció un 0,5 % frente al dólar a lo largo del primer trimestre, mientras que, en términos efectivos nominales, la apreciación fue algo mayor del 0,6 % (véase gráfico 13).

En el mercado interbancario, los tipos de interés de los depósitos aumentaron ligeramente, aunque se mantienen en niveles bajos (del 0,25 % del euríbor a un mes y del 0,60 % a un año). Este mismo comportamiento se ha registrado en el caso de los tipos de las operaciones con garantías —*eurepo*—, por lo que el diferencial entre ambos continúa estable en el entorno de los 45 pb en el caso del euríbor a un año.

En los mercados de deuda pública, las rentabilidades de los bonos a diez años registraron una tendencia decreciente desde principios de enero, particularmente intensa en Portugal

y Grecia, donde los tipos a diez años alcanzaron registros en torno al 6 % y al 4 %, respectivamente. En el caso heleno, además, el Tesoro logró colocar con éxito la primera emisión de bonos desde el inicio de la crisis de la deuda, hace más de cuatro años. La rentabilidad de la deuda soberana italiana y española también continuó descendiendo, hasta situarse en niveles históricamente reducidos (en torno al 3,2 % en la referencia a diez años), que implican un diferencial de unos 170 pb con respecto al *Bund* alemán.

Finalmente, el crédito continuó mostrando signos de gran debilidad en el primer trimestre del año, en un contexto en el que las condiciones de acceso a la financiación bancaria en algunos países del área del euro continuaron siendo excesivamente estrictas. Así, la tasa de crecimiento interanual del crédito a hogares aumentó una décima en febrero, hasta el 0,4 %, tanto por la menor caída de los préstamos para consumo como por el leve avance de los destinados a la adquisición de vivienda. Por su parte, los préstamos bancarios a las empresas no financieras aceleraron su ritmo de contracción hasta el -3,1 %, evolución que viene solo parcialmente compensada por el dinamismo de las emisiones de deuda por parte de las grandes empresas. En conjunto, el ritmo de contracción de los préstamos bancarios al sector privado se mantuvo en febrero en una tasa interanual (en términos ajustados de titulizaciones) del -2 %.

4 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Entre los meses de enero y marzo de 2014 se habría prolongado la mejoría de la economía española que viene observándose desde la mitad del año pasado. En concreto, las estimaciones llevadas a cabo a partir de la información disponible apuntan a una intensificación de dos décimas del crecimiento intertrimestral del PIB en el primer trimestre, hasta el 0,4 %. Este fortalecimiento adicional de la actividad se habría producido en un contexto de prolongación del alivio paulatino de las tensiones financieras y de consolidación de la tendencia más favorable del mercado de trabajo que se viene observando desde mediados de 2013.

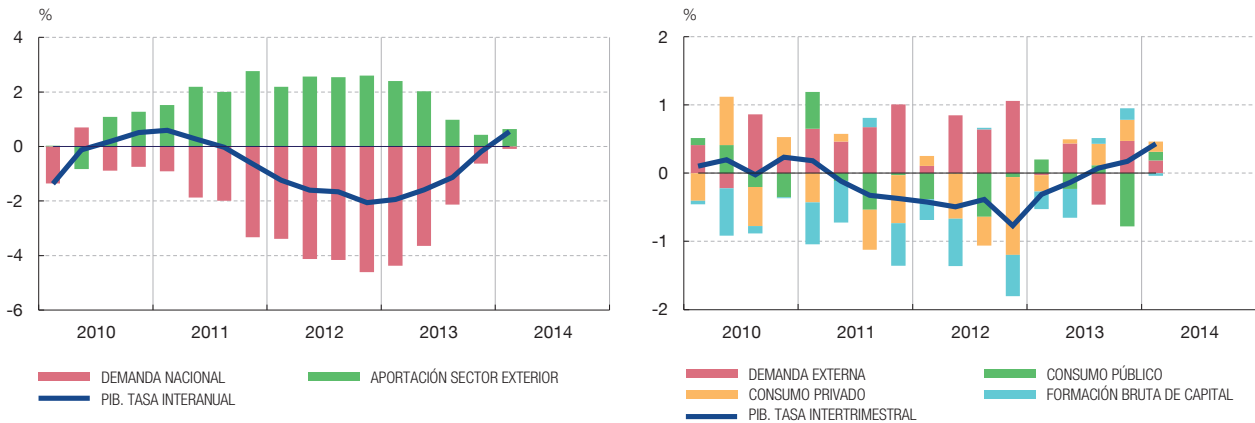
La composición del crecimiento habría mostrado rasgos similares a los observados en la segunda mitad del año pasado (véase gráfico 14). En particular, se habría prolongado la trayectoria expansiva de la demanda nacional privada. Dentro de este agregado, la progresiva mejora de las condiciones en el mercado de trabajo permitió un nuevo avance en los índices que reflejan la confianza de los hogares y una evolución más favorable de la renta disponible, lo que favoreció un nuevo incremento del consumo privado, algo inferior a los crecimientos observados en la segunda mitad de 2013. La inversión residencial registró, según las estimaciones realizadas, un nuevo retroceso, en línea con la falta de pujanza de la demanda, en un contexto de persistencia de un *stock* elevado de viviendas sin vender. Por su parte, la evolución de la inversión empresarial se habría seguido caracterizando, como en los trimestres precedentes, por una cierta dualidad entre el comportamiento expansivo del gasto en equipo y la contracción de la construcción no residencial. En el ámbito del comercio exterior, las exportaciones habrían vuelto a registrar, como en el segundo semestre de 2013, un tono de menor fortaleza, lo que se habría traducido, en conjunción con la aceleración de las importaciones, en una disminución de la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB, que, no obstante, habría continuado siendo ligeramente positiva.

El empleo habría aumentado su ritmo de avance intertrimestral en una décima en el primer trimestre del año, hasta el 0,2 %. En tasa interanual, todavía se registró una destrucción neta de puestos de trabajo, que se estima del 0,3 %, sensiblemente inferior a la registrada en el cuarto trimestre de 2013, del 1,3 %. Como resultado de la evolución interanual del producto y del empleo, el ritmo de avance de la productividad habría experimentado, por cuarto trimestre consecutivo, una notable ralentización, hasta el 0,8 % (siete décimas menos que en el período precedente). Los salarios habrían permanecido aproximadamente estables, por lo que los costes laborales unitarios habrían descendido casi el 1 %, lo que, un trimestre más, habría redundado en ganancias adicionales de competitividad de la economía española.

En los primeros meses de 2014 ha seguido observándose una desaceleración de los precios de consumo. En concreto, la tasa de variación interanual del IPC fue del -0,1 % en marzo, tasa inferior en cuatro décimas a la observada al cierre de 2013. En términos del IPSEBENE, la tasa de inflación de marzo fue nula. Esta evolución encierra, no obstante, algunos elementos transitorios, de modo que en meses posteriores cabría esperar tasas algo más elevadas en ambos indicadores. El diferencial de inflación frente al conjunto del área del euro, en términos del IAPC, descendió en dos décimas entre diciembre de 2013 y marzo de 2014, hasta situarse en -0,7 pp.

4.1 Demanda

Según la información disponible, el gasto en consumo de los hogares e ISFLSH habría registrado, en el primer trimestre de 2014, un crecimiento intertrimestral estimado del 0,3 %,



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

dos décimas menos que el del trimestre precedente (véase gráfico 15). Los indicadores cualitativos correspondientes al período enero-marzo mantuvieron la senda de mejora que muestran desde mediados del pasado año, con repuntes de los referidos a la confianza de los consumidores (como consecuencia, principalmente, de unas expectativas de empleo más favorables) y de los comerciantes minoristas (impulsada por los componentes relacionados con la actividad reciente y la esperada en el futuro). Esta mejora de los indicadores de opinión no se ha trasladado con la misma intensidad a los indicadores cuantitativos, lo que en parte refleja que, en algunos casos, estos últimos solo están disponibles con algo más de retraso. Así, las matriculaciones de vehículos particulares moderaron su ritmo de crecimiento intertrimestral, hasta una tasa del 2,1 %, a pesar de la entrada en vigor de la quinta edición del Programa de Incentivo al Vehículo Eficiente (PIVE) a finales de enero. Además, el indicador de ventas interiores no financieras de bienes de consumo realizadas por grandes empresas, elaborado por la Agencia Tributaria, se desaceleró en los dos primeros meses del año, hasta registrar ligeras caídas interanuales. Por el contrario, el indicador del comercio al por menor, con información hasta febrero, moderó su ritmo de caída intertrimestral.

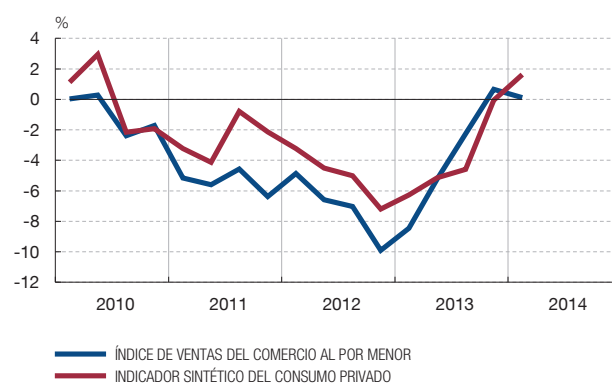
De acuerdo con los datos de las Cuentas no Financieras de los Sectores Institucionales, en el cuarto trimestre de 2013 se produjo un nuevo descenso de la tasa de ahorro de los hogares (en términos acumulados de cuatro trimestres), hasta el 10,4 % de la renta bruta disponible, tres décimas menos que un trimestre antes. Este comportamiento fue el resultado de una nueva desaceleración de la caída del consumo nominal, en un contexto en el que también se moderó el descenso de la renta disponible, hasta una tasa negativa del 0,7 %, frente a la caída del 1,9 % del trimestre anterior. La ralentización del retroceso de la renta disponible fue el resultado de la disminución de la contribución negativa de la remuneración de asalariados —como consecuencia de la mejoría en la evolución del empleo y de la restitución de la paga extra de diciembre a los empleados públicos— y del aumento de la aportación de los dividendos recibidos. La capacidad de financiación del sector en términos del PIB se contrajo en dos décimas, hasta el 2,5 %, como consecuencia de la reducción de la ratio de ahorro, en un contexto en que la formación bruta de capital se mantuvo estable.

El gasto en bienes de equipo habría prolongado, en el primer trimestre del año, la evolución favorable que mostró a lo largo de 2013, con un incremento en la tasa intertrimestral en torno al 1,2 %, algo inferior al del trimestre anterior (véase gráfico 16). Los indicadores cualitativos mejoraron, en términos generales, como promedio de enero a marzo, sobresaliendo los incrementos

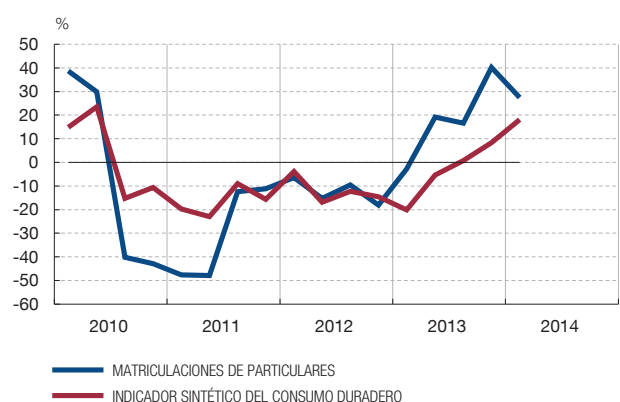
CONSUMO PRIVADO (CNTR)



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.

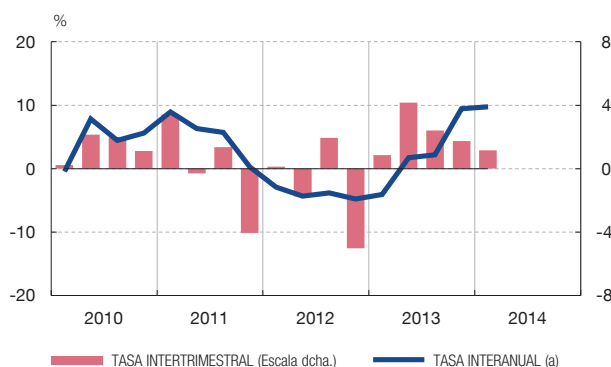
- a Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.
- b Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

tanto de la cartera de pedidos del exterior como de la confianza empresarial. Respecto a los indicadores cuantitativos, las matriculaciones de vehículos de carga moderaron ligeramente su ritmo de crecimiento hasta el 7,2% intertrimestral, 0,7 pp por debajo del período anterior. La producción de bienes de equipo también se desaceleró y su tasa de avance intertrimestral se situó, con datos hasta febrero, en el 1,2%, 0,8 pp menos que en el trimestre anterior.

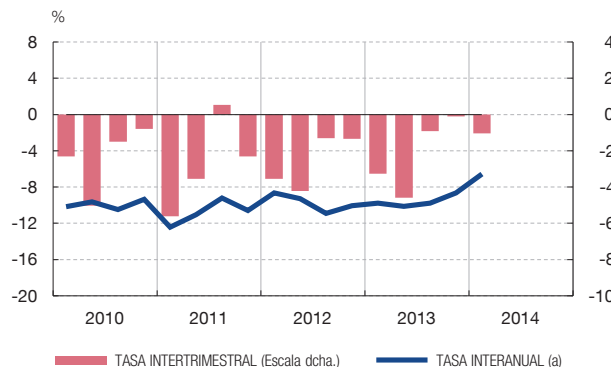
La capacidad de financiación de las empresas no financieras ascendió al 4,3% del PIB en 2013, lo que supone un incremento de 0,5 pp con respecto a la registrada al final del tercer trimestre (en términos acumulados de cuatro trimestres). Esta evolución se sustentó, sobre todo, en el aumento del ahorro empresarial, aunque también se produjo una disminución de la inversión. Estos desarrollos supusieron la prolongación de la senda de mejora de la posición financiera del sector que se viene observando desde mediados de 2012, lo que ayuda a paliar la debilidad de la financiación externa que continúa observándose aún.

En el primer trimestre del año, la inversión en construcción habría registrado una tasa de variación intertrimestral negativa algo más pronunciada que en el período octubre-diciembre, lo que, de acuerdo con la última información disponible, podría reflejar el retroceso de la obra civil, tras el repunte observado en el último trimestre de 2013 (véase gráfico 16). Entre los indicadores contemporáneos, el número de afiliados en la construcción continuó moderando

BIENES DE EQUIPO



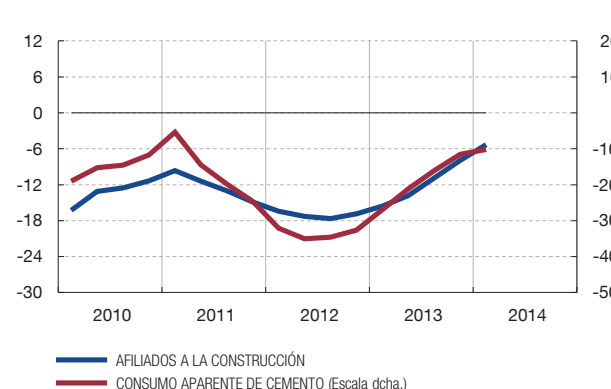
CONSTRUCCIÓN



INDICADORES DE BIENES DE EQUIPO



INDICADORES DE CONSTRUCCIÓN (a)



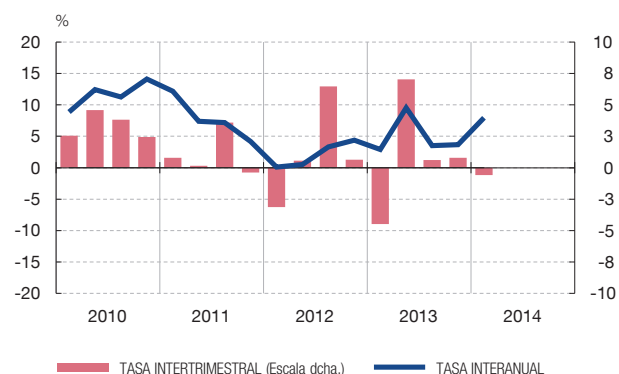
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, OFICEMEN, Servicio Público de Empleo Estatal y Banco de España.

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

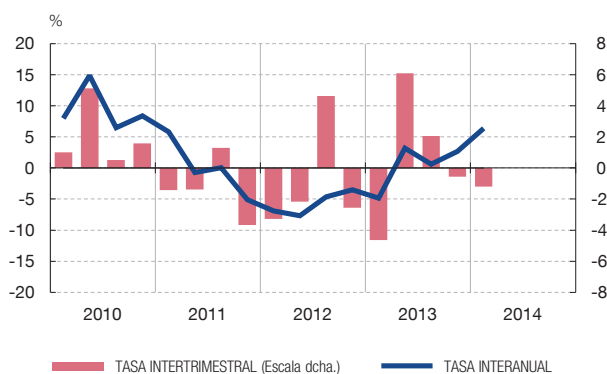
su ritmo de caída intertrimestral, mientras que, por el contrario, el consumo de cemento intensificó su descenso y la producción de materiales de construcción experimentó una reducción respecto al trimestre anterior, tras los incrementos registrados en el segundo semestre de 2013. Por tipo de obra, se estima que la inversión residencial siguió ralentizando su ritmo de descenso en comparación con los últimos meses del pasado año, en línea con la paulatina reducción de la brecha negativa entre las cifras de viviendas iniciadas y terminadas. En concreto, y con información hasta enero, el número de visados de vivienda ha frenado su caída durante los últimos meses, oscilando en torno a las 2.500 unidades. En relación con las transacciones, en el cuarto trimestre de 2013 se vendieron unas 90.000 unidades, lo que supone una cierta estabilización de las compras, tras las oscilaciones asociadas a los cambios fiscales que entraron en vigor a comienzos del año pasado. Continuó destacando el dinamismo de las operaciones realizadas por extranjeros, que alcanzaron casi el 16% del total de las transacciones realizadas en ese período. En el componente de inversión en otras construcciones, en los últimos meses, la superficie visada en edificación no residencial ha seguido moderando su ritmo de contracción y los presupuestos licitados en obra civil prolongaron su senda de mejora, de acuerdo con la información disponible hasta enero.

El limitado conjunto de información disponible acerca de la evolución del gasto en consumo de las AAPP en el período enero-marzo apunta a un aumento de este agregado, tras

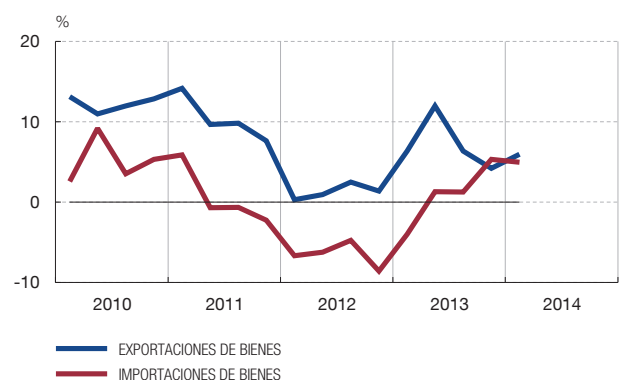
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



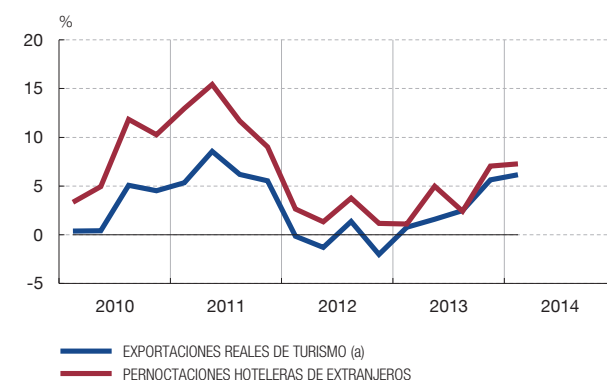
IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



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

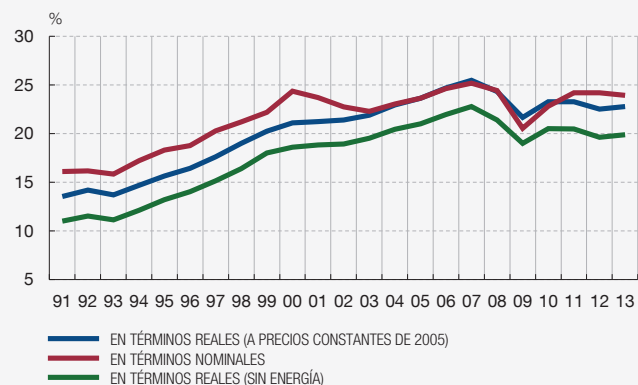
el significativo ajuste que tuvo lugar en el último trimestre de 2013. En esta dirección apuntan también los indicadores relativos a los gastos reales de personal (tales como las afiliaciones en los sectores relacionados con las AAPP).

La última información disponible sobre la evolución del sector exterior indica que la contribución positiva de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB, en los tres primeros meses del año, habría sido de 0,2 pp; esto es, dos décimas menos que en el trimestre anterior. Este dato habría sido el resultado tanto de la ralentización de las exportaciones como de la moderación del descenso de las importaciones, en consonancia con la evolución de la demanda final. No obstante, en términos interanuales, tanto las exportaciones como las importaciones se habrían acelerado significativamente (véase gráfico 17), y la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento interanual del PIB habría aumentado en dos décimas, hasta 0,6 pp. En los próximos trimestres se espera una recuperación de las exportaciones, apoyada en la mejoría gradual de las perspectivas acerca de la evolución de las economías avanzadas, las ganancias de competitividad acumuladas y el aumento del número de empresas que exportan con carácter regular. Por su parte, las importaciones seguirían mostrando una creciente fortaleza, sustentada en la paulatina intensificación de la expansión de

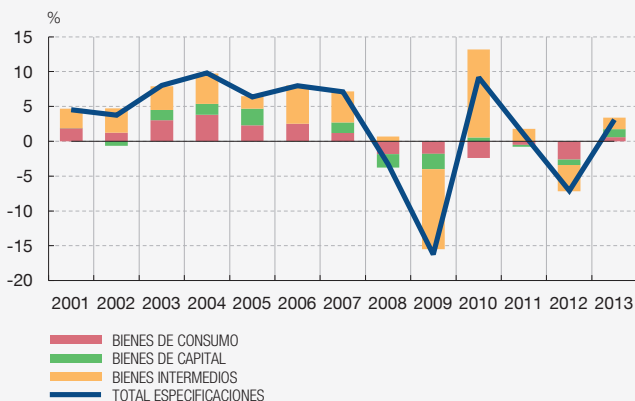
Uno de los rasgos más destacados de la economía española en el año 2013 fue el superávit que alcanzó el saldo de la cuenta del resto del mundo, por primera vez desde 1997, tras un proceso de fuerte corrección del desequilibrio exterior, que llegó a alcanzar el

10% del PIB en 2007. Detrás de este ajuste se encuentran tanto el dinamismo de las exportaciones como la contracción de las importaciones. Algunos de los factores que explican el comportamiento de las exportaciones en los últimos años, como el aumen-

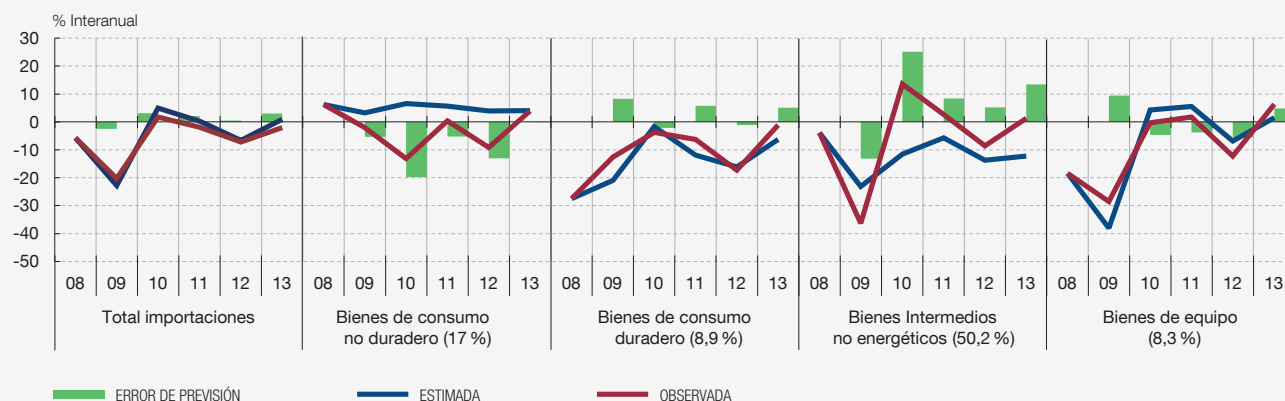
1 PENETRACIÓN DE LAS IMPORTACIONES EN LA DEMANDA FINAL (a)
Bienes y servicios



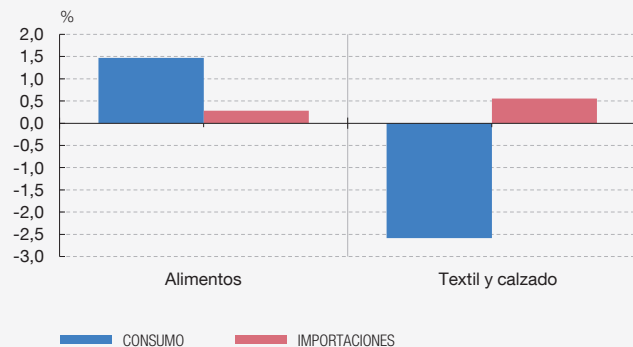
2 EVOLUCIÓN DE LAS IMPORTACIONES TOTALES:
CONTRIBUCIÓN DE SUS COMPONENTES, EN TÉRMINOS REALES



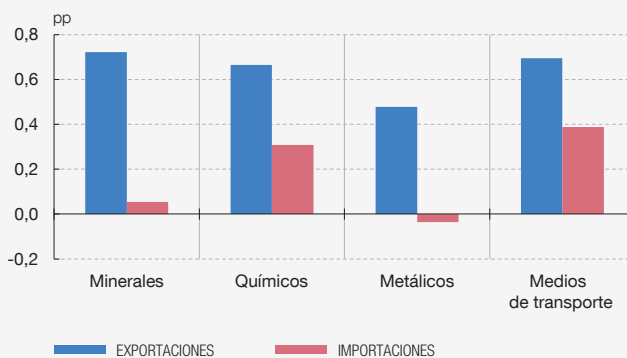
3 IMPORTACIÓN DE BIENES ESTIMADA Y OBSERVADA (b)



4 IMPORTACIONES Y BIENES DE CONSUMO NO DURADERO,
EN TÉRMINOS NOMINALES
Tasa media anual 2008-2012



5 IMPORTACIONES Y EXPORTACIONES DE BIENES INTERMEDIOS
NO ENERGÉTICOS. CONTRIBUCIONES A LA TASA NOMINAL
Promedio 2011-2013



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, y Banco de España.

- a La penetración de las importaciones se define como las importaciones totales en la demanda final.
- b Para las importaciones totales, en la demanda final se ha ponderado cada componente por su contenido importador. Entre paréntesis se presenta el peso medio sobre el total de importaciones, en términos reales, para el período 2008-2013.

to del número de empresas que exportan de forma estable o la creciente diversificación geográfica de las ventas exteriores, sugieren que se puede estar produciendo un cambio estructural en este componente, lo que auguraría un nivel de exportaciones medio persistentemente más elevado en el futuro. Sin embargo, existe más incertidumbre acerca de la magnitud del ajuste estructural en el caso de las importaciones, especialmente tras su repunte a partir de los meses centrales del pasado año, cuando la demanda interna privada comenzó a mostrar signos incipientes de recuperación.

Tras el fuerte avance registrado durante el período 1995-2008, la penetración de las importaciones de bienes y servicios experimentó un descenso al comienzo de la crisis. Así, el porcentaje que representaban las importaciones totales sobre la demanda final, en términos reales, se situaba a finales de 2013 por debajo de su valor en 2008 en casi 1,5 pp, a pesar del ligero repunte registrado el año pasado (véase gráfico 1). Esta disminución resulta coherente con la acusada contracción que experimentó la demanda nacional durante esos años y con la evolución de sus componentes, en particular, de aquellos con un mayor contenido importador. Según las últimas tablas *input-output* (que datan de 2005, por lo que se han podido quedar un poco desfasadas), la inversión en equipo era el componente con mayor contenido importador (72,8%), seguida por las exportaciones de bienes (48,5%) y el consumo privado (18,3%). En concreto, las importaciones de bienes de equipo y de consumo, en términos reales, descendieron de forma significativa (en torno a un 6% de media en el período 2008-2013), mientras que las de bienes intermedios, estrechamente ligadas a la demanda de exportaciones, mantuvieron un comportamiento más favorable en el conjunto del período (véase gráfico 2).

Una vía para analizar los posibles cambios en la relación entre las importaciones y la demanda final, tanto a nivel agregado como de sus componentes, consiste en estimar las respectivas relaciones con datos históricos y predecir la evolución de las importaciones en el período posterior¹. De este modo, si la senda prevista para las importaciones, dada la evolución de sus determinantes (la demanda de cada tipo de producto y de los precios relativos), fuera similar a la observada, cabría pensar que no se ha producido un cambio relevante en esa relación. El gráfico 3 muestra las predicciones dinámicas obtenidas de esta forma, tanto para el total de las importaciones como para sus principales componentes no energéticos (compras al exterior de bienes de consumo duradero, consumo no duradero, equipo e intermedios) y los errores de previsión cometidos. Como se observa en dicho gráfico, la evolución del total de las importaciones ha estado en línea con la predicción obtenida a partir de la ecuación estimada, por lo que según este tipo de aproximación no se habrían producido cambios importantes en la relación histórica entre las compras al resto del mundo y sus factores determinantes. Por su parte, el análisis de los distin-

tos componentes de la demanda revela otros detalles de interés para caracterizar la dinámica reciente de las compras al exterior y, también, para poder vislumbrar posibles tendencias futuras.

Las importaciones de bienes de consumo final han estado ligadas, fundamentalmente, a la evolución del consumo privado, aunque tiene interés analizar de forma separada el comportamiento de las importaciones de consumo duradero y el de las de consumo no duradero. Se estima que el consumo de bienes duraderos fue el componente del gasto final de los hogares que registró mayor descenso desde el inicio de la crisis (un -5,6% de media en el período 2008-2013, frente al -1,7% del gasto total²). Esta caída fue particularmente intensa en algunos bienes cuya demanda se cubre con importaciones, como es el caso de los automóviles y de los electrodomésticos, por lo que, en conjunto, las importaciones de este tipo de artículos evolucionaron en línea con lo que cabría esperar dado el fuerte ajuste de su demanda. En cambio, las importaciones de bienes de consumo no duraderos mostraron un retroceso mayor al previsto a partir de la evolución de sus determinantes. Esto último podría ser indicativo de cambios en el patrón de consumo de este tipo de bienes por los hogares españoles, muy constreñidos en su capacidad de gasto durante la crisis, que se habría orientado hacia la adquisición de bienes nacionales de menor precio. Este podría ser el caso, por ejemplo, de la alimentación, donde se observa una mayor demanda de marcas blancas³. Sin embargo, en el caso de otros bienes no duraderos (por ejemplo, textiles), el impacto de la crisis no ha llevado necesariamente a un mayor consumo relativo de bienes nacionales (véase gráfico 4).

El ritmo de crecimiento de las importaciones de bienes intermedios ha excedido la evolución prevista por la ecuación estimada (el error de previsión en este caso es positivo), posiblemente como consecuencia del sustancial avance de las exportaciones en el período más reciente, que presenta una elevada dependencia de bienes intermedios importados⁴. Por tipos de actividad, las ramas con mayor contenido importador (muy superior a la media) son las relacionadas con la industria química y minerales, los vehículos y el equipo de transporte, así como con el equipo eléctrico y de precisión. Estas tres ramas, que representan más de un tercio de las exportaciones españolas de mercancías, fueron las que más contribuyeron al avance de las importaciones en el año 2013

1 Para la estimación de la relación entre las importaciones y los componentes de la demanda final se han empleado datos trimestrales correspondientes al período 2000-2008.

2 Según datos de la Contabilidad Nacional anual, la disminución del gasto en muebles, automóviles y electrodomésticos explicó en torno al 50% de la caída del gasto final de los hogares. Las importaciones de bienes duraderos, que antes de la crisis representaban en torno a un 50% del total de las importaciones de bienes de consumo, han caído cerca de un 10% de media en el período 2008-2013.

3 Véase L. J. Álvarez y L. Matea (2011), «La estructura de la distribución comercial y su efecto sobre los precios en el área del euro y en España», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.

4 De acuerdo con la base de datos de la OCDE sobre indicadores de comercio exterior en términos de valor añadido (*Trade in Value Added, TiVA*), el contenido importador de las exportaciones de bienes y servicios españoles, que se redujo en el año 2009 hasta valores cercanos al 20%, por la brusca contracción del comercio mundial, habría recuperado en 2011 (estimación preliminar) los valores previos a la crisis (en torno a un 30%).

(véase gráfico 5). A corto y medio plazo, se prevé que las ramas con un elevado contenido importador seguirán teniendo un peso relevante, ya que la globalización y los avances en la reducción de los costes de transporte y de comunicación permitirán que las empresas continúen aprovechando las ventajas de costes que conlleva la fragmentación internacional del proceso de producción. En este contexto, las mejoras de la competitividad y las reformas estructurales realizadas han aumentado el atractivo de la economía española como destino inversor, en particular en el sector del automóvil, aunque también en actividades de servicios.

Finalmente, el inicio del ciclo inversor en 2013 ha impulsado la compra de bienes de equipo que, en general, no se producen en España (véase gráfico 2). El año pasado aumentaron las compras de maquinaria y estructuras metálicas, de material de transporte y

de otros bienes de equipo, en particular, procedentes de la zona del euro (con un mayor contenido tecnológico que las procedentes del resto del mundo).

En resumen, la evidencia disponible presenta indicios de cambios en el patrón importador de algunos componentes, una vez que se tienen en cuenta la evolución de la demanda y de los precios relativos, aunque no cabe concluir de forma inequívoca que se esté produciendo un proceso generalizado de sustitución de las importaciones. No obstante, la magnitud de los ajustes que está afrontando la economía española, tanto en algunos aspectos relativos a la demanda (ajuste de renta y riqueza) como a la oferta (reasignación sectorial), hace que la identificación, en estos momentos, del alcance y profundidad de este proceso de sustitución de las importaciones sea necesariamente parcial.

la demanda final. En el recuadro 5 se analiza la evolución reciente de las importaciones y sus determinantes.

En los meses de enero y febrero de 2014, de acuerdo con los datos de Aduanas, las exportaciones reales de bienes aceleraron su dinamismo, con un sensible repunte de su ritmo de avance interanual hasta el 5,3 %, frente al 1,8 % registrado en el trimestre precedente. Desde el punto de vista del desglose por destino geográfico, el repunte de las exportaciones de bienes se apoyó, tanto en el crecimiento de las ventas comunitarias (un 5,8 %) como en las dirigidas al resto del mundo (un 4,4 %, en contraste con el descenso del -0,2 % registrado en el cuarto trimestre de 2013). Por países, sobresalió, en el conjunto del bimestre, el comportamiento positivo de las ventas dirigidas a las economías asiáticas, que contrasta con el descenso de las destinadas a Rusia y países asociados, y a la OPEP. El aumento de las exportaciones a la UE fue generalizado, destacando la recuperación de las ventas a Alemania e Italia, tras el descenso del último trimestre de 2013. Por grupos de productos, destacó el crecimiento de las ventas al exterior de bienes de equipo y, en menor medida, de bienes intermedios y de bienes de consumo, que se desaceleraron por la moderación de las ventas de automóviles.

Las importaciones reales de bienes, según la información de Aduanas, aumentaron en los meses de enero y febrero un 8,5 % en términos interanuales, intensificando su ritmo de avance respecto al del cuarto trimestre de 2013. Este crecimiento se apoyó en las compras exteriores procedentes de la UE (9,5 %) y, en menor medida, en las realizadas al resto del mundo (7,2 %). Por grupos de productos, destacó el vigor, en términos interanuales, de las importaciones de bienes de equipo y de consumo, en consonancia con la senda de recuperación paulatina de la demanda interna. Por el contrario, las importaciones de bienes intermedios industriales se desaceleraron ligeramente. Finalmente, las importaciones reales de servicios habrían alcanzado tasas positivas de crecimiento, después de los descensos registrados en 2013, por el repunte del componente no turístico, según la información de avance de la Balanza de Pagos.

4.2 Producción y empleo

Los indicadores sectoriales disponibles apuntan a una prolongación, a lo largo del primer trimestre de 2014, de la senda de reactivación paulatina de la actividad que se viene

observando desde mitad del año pasado. Para el conjunto de la economía de mercado se estima que el valor añadido bruto habría crecido, en el primer trimestre del año, alrededor de un 0,4 % intertrimestral, con tasas positivas de un orden de magnitud análogo en la industria y en los servicios de mercado, en tanto que la construcción habría seguido contrayéndose.

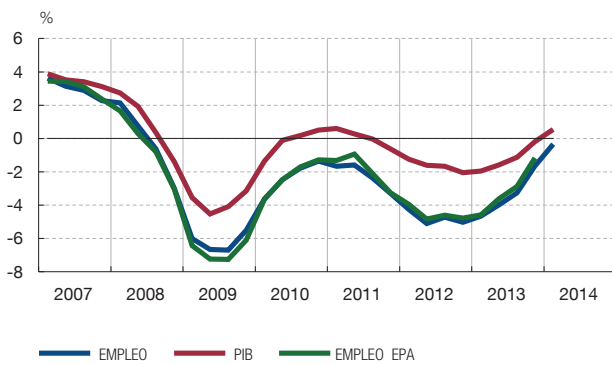
En el caso de la industria, el índice PMI de manufacturas repuntó en el trimestre y se situó claramente por encima del nivel 50, que constituye la frontera entre la contracción y la expansión de la actividad del sector. Los avances fueron especialmente intensos en los componentes de nuevos pedidos y producción presente. Además, cabe destacar que el correspondiente indicador de empleo ha llegado a situarse también por encima del nivel compatible con un aumento de la ocupación sectorial. Por lo que respecta a los indicadores cuantitativos, el índice de producción industrial aumentó un 0,7 % intermensual en febrero, con avances generalizados en los distintos subagregados, si bien el dinamismo de la actividad fue más pronunciado en las ramas productoras de bienes de consumo, en particular en las dedicadas a la fabricación de vehículos de motor. También se apreció una mejora en el tono de la actividad productora de bienes intermedios y de equipo, en un contexto de mejoría de las carteras de pedidos exteriores. Por su parte, los indicadores relativos a las ramas de la construcción apuntan a un tono moderadamente contractivo de la actividad del sector en los primeros meses del año.

En cuanto a los servicios de mercado, el indicador de confianza elaborado por la Comisión Europea anotó un avance sustancial a lo largo del trimestre, con claras mejoras tanto de los componentes referidos a la evolución reciente como de los que tratan de reflejar las perspectivas futuras de actividad. El PMI sectorial, por el contrario, presentó un incremento muy modesto, si bien se encuentra claramente por encima de 50. Las señales avanzadas por los indicadores cuantitativos son menos nítidas: las ventas de servicios de la Agencia Tributaria o el indicador de actividad del sector servicios (IASS), con datos disponibles hasta febrero, en el primer caso, y hasta enero, en el segundo, no han reflejado en toda su intensidad la mejoría de las perspectivas. Con todo, la información disponible, considerada en su conjunto, sugiere una mejora del agregado de servicios de mercado, apoyada en las actividades ligadas al comercio, la hostelería y el transporte.

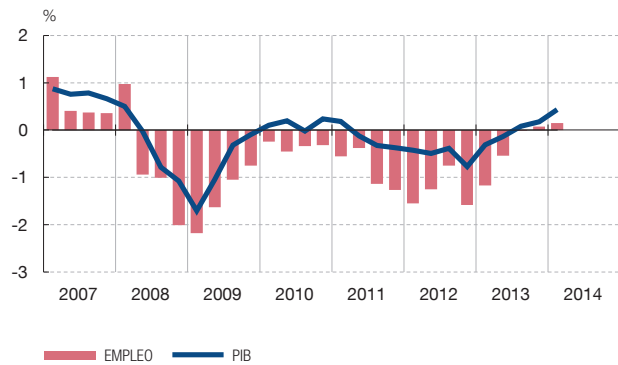
En el primer trimestre del año se consolidó la mejoría en la evolución del empleo del conjunto de la economía observada en el último tramo de 2013. Las afiliaciones a la Seguridad Social intensificaron su ritmo de recuperación hasta registrar su primer aumento interanual desde el inicio de la crisis, concretamente del 0,4 %, frente al descenso del 1,4 % en el trimestre anterior. En términos intertrimestrales y corregidos de estacionalidad, la afiliación creció un 0,6 %, tres décimas más que en el último trimestre de 2013. Esta evolución favorable fue generalizada por ramas de actividad y destaca el crecimiento interanual del 0,8 % en las afiliaciones registradas en los servicios de mercado. Además, en la industria, esta estadística reveló una ligera creación de empleo en términos intertrimestrales, mientras que en la construcción se produjo una nueva moderación de la contracción de la cifra de afiliados. Como consecuencia, el empleo se estabilizó en términos interanuales en el conjunto de la economía de mercado, después de haber registrado caídas ininterrumpidas desde 2008. Finalmente, en los servicios de no mercado, agregado que aproxima al sector de las AAPP⁴, la afiliación mantuvo un crecimiento interanual del empleo del 2 %. En conjunto, el comportamiento de las afiliaciones durante los tres primeros

4 Este agregado se construye sumando las secciones de Administración Pública y Defensa, Educación y Sanidad del Régimen General, y excluyendo a los cuidadores no profesionales.

TOTAL ECONOMÍA



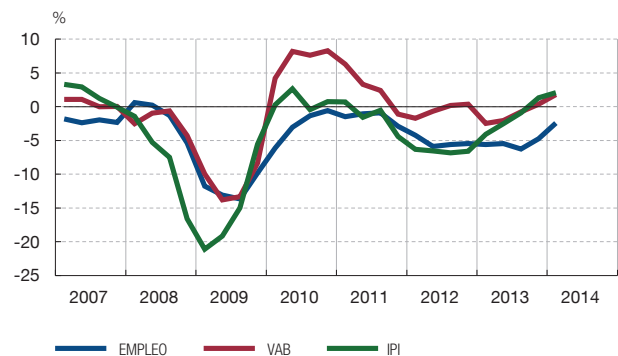
TOTAL ECONOMÍA (b)



AGRICULTURA



INDUSTRIA Y ENERGÍA



CONSTRUCCIÓN



SERVICIOS DE MERCADO



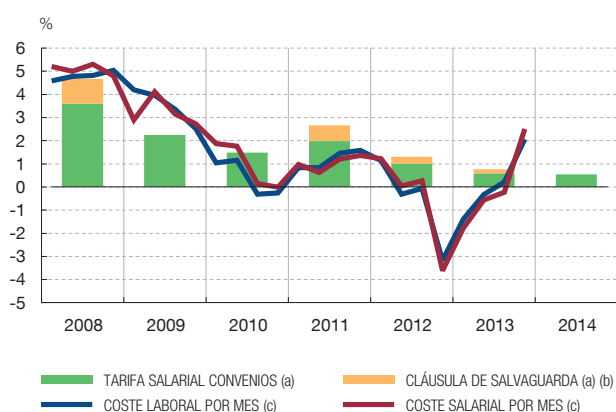
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- 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. Datos del IPI hasta febrero de 2014.
- b Tasas intertrimestrales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

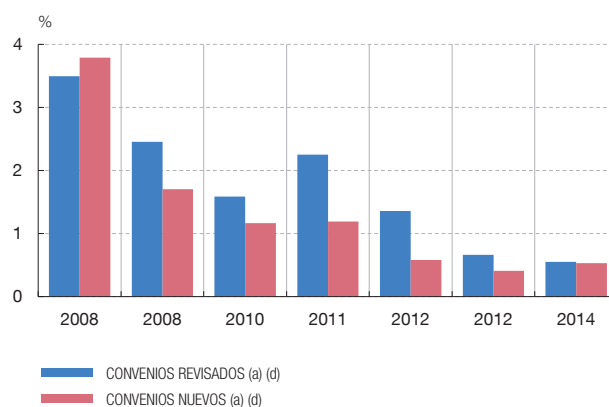
meses del año sería coherente con una nueva creación de empleo intertrimestral, en términos de la CNTR. Esta evolución se traduciría en una moderación de la caída interanual del empleo hasta el entorno del 0,3%, tras el descenso del 1,6% en el trimestre anterior (véase gráfico 18).

En el período enero-marzo se intensificó el descenso intertrimestral del paro registrado hasta experimentar una tasa negativa del 2,1% en términos de la serie ajustada de esta-

INDICADORES SALARIALES



AUMENTO SALARIAL SIN CLÁUSULA DE SALVAGUARDA SEGÚN VIGENCIA DEL CONVENIO



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

- a El último año, con información de convenios colectivos hasta marzo de 2014.
 b Cláusula de salvaguarda del año anterior.
 c ETCL. Tasas de variación interanuales.
 d Revisados: hasta 2013, convenios con efectos económicos en el ejercicio, pero con año inicial de efectos económicos en un ejercicio anterior. En 2014, convenios con efectos económicos en este año, pero firmados con anterioridad. Nuevos: hasta 2013, convenios con efectos económicos en el ejercicio, siendo este el primer o único año de vigencia. En 2014, convenios que se han firmado en 2014 con efectos económicos en dicho año.

cionalidad, lo que llevó a una reducción interanual más pronunciada que en el trimestre anterior (del 4,2 %, frente a un retroceso del 1,8 %, respectivamente). Por su parte, la cifra de contratos registrados en el Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE) experimentó un aumento interanual del 18,1 % en el primer trimestre. Este elevado crecimiento se vio impulsado por la contratación temporal, con un incremento del 19,3 %, aunque los contratos indefinidos también aumentaron, en una tasa del 6,7 %.

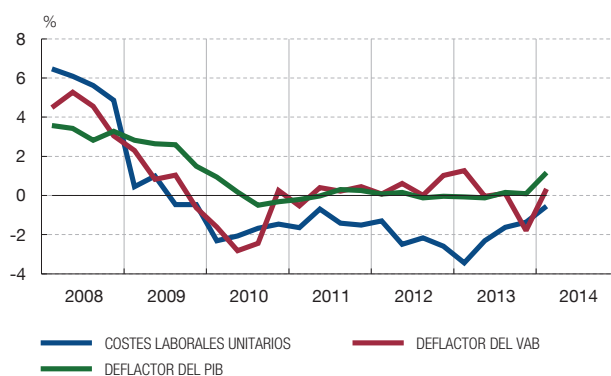
4.3 Costes y precios

Los convenios colectivos registrados hasta marzo mostraron un incremento de las tarifas salariales del 0,55 % para 2014 —aumento similar al pactado para el ejercicio precedente—, que estaría en línea con la recomendación contenida en el Acuerdo Estatal para la Negociación Colectiva que los agentes sociales firmaron a comienzos del 2012 (véase gráfico 19). La negociación colectiva ha avanzado, en el primer trimestre de 2014, a un ritmo superior al observado en el mismo período de los dos años precedentes. Hasta marzo se ha cerrado la negociación para algo más de 2,7 millones de asalariados. Como es habitual en los primeros meses de cada año, la mayor parte de los trabajadores afectados tienen un convenio revisado, cuya firma tuvo lugar en años anteriores. En este tipo de acuerdos la subida media pactada es también del 0,55 %, algo más moderada que el aumento del 0,66 % acordado en 2013. En los convenios de nueva firma, el incremento pactado ha sido del 0,5 % —tasa similar a la observada en 2013—. No obstante, esta cifra es aún poco representativa, al afectar únicamente a unos 170.000 asalariados. Por otro lado, las cláusulas de salvaguarda frente a la inflación apenas están teniendo incidencia alguna, dada la pérdida de peso de este tipo de cláusulas y el reducido incremento interanual del IPC en diciembre de 2013 (un 0,3 %). Esta tónica de moderación salarial también se habría mantenido de acuerdo con la información sobre la retribución media en las grandes empresas ofrecida por la Agencia Tributaria, que muestra un descenso del 0,7 % en los dos primeros meses del año. Este conjunto de información sería coherente con un ritmo de variación interanual de la remuneración por asalariado en la economía de mercado en el primer trimestre de 2014 ligeramente superior al 0,1 % del último trimestre de 2013 (véase gráfico 20).

REMUNERACIÓN POR ASALARIADO Y PRODUCTIVIDAD (a)



COSTES LABORALES UNITARIOS Y PRECIOS (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

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



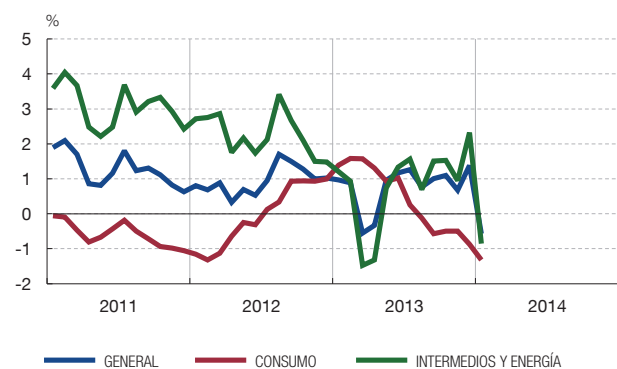
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

En el primer trimestre de 2014, el deflactor del PIB habría continuado la senda de moderación observada a lo largo del año pasado, hasta experimentar un descenso interanual en el entorno del 0,4 %, frente al incremento del 0,2 % del trimestre anterior. Por componentes de la demanda final, esta evolución habría reflejado, sobre todo, el menor ritmo de variación del deflactor del consumo privado, así como la intensificación de la trayectoria descendente del deflactor de las exportaciones.

El ritmo de variación interanual del IPC ha sido muy reducido en los primeros meses de 2014, prolongándose la senda de desaceleración que se inició el pasado verano. En marzo, el IPC descendió un 0,1 %, frente al incremento del 0,3 % con el que se cerró 2013 (véase gráfico 21). También el IPSEBENE prolongó su senda de ralentización, hasta registrar una tasa nula en marzo, frente al aumento del 0,2 % en diciembre de 2013. La desaceleración fue especialmente acusada en el caso de los precios de los alimentos elaborados, que aumentaron un 1,2 % en marzo, 1,1 pp menos que en diciembre, en un contexto de moderación de los precios de producción nacional de este tipo de bienes y de abaratamiento de los precios de importación. Los servicios también se abarataron en marzo, registrando una caída interanual del 0,2 %, que contrastó con al estabilidad mostrada en diciembre. Este descenso está condicionado por el efecto del diferente calendario de la Semana Santa en 2013 y en 2014 sobre la evolución de los precios de los hoteles y viajes organizados en el mes de marzo, fenómeno transitorio que revertirá en abril. Por su

Millones de euros y %

	Liquidación 2013	Variación porcentual 2013/2012	2014	Ejecución	
			Objetivos oficiales (a)	2013 ene	2014 ene
	1	2	Variación porcentual 2014/2013	4	5
1 Recursos totales	386.250	1,0	2,9	—	—
Recursos corrientes	382.934	0,5	—	—	—
Impuestos sobre producción e importaciones	112.914	4,6	3,0	—	—
Impuestos sobre la renta y el patrimonio	105.107	-0,4	5,0	—	—
Cotizaciones sociales	130.438	-2,5	1,3	—	—
Otros recursos corrientes	34.475	2,1	—	—	—
Recursos de capital	3.316	125,9	—	—	—
2 Empleos totales	458.489	-6,8	0,4	—	—
Empleos corrientes	432.861	1,3	—	—	—
Remuneración de asalariados	116.090	0,8	-1,5	—	—
Otros gastos en consumo final (b)	84.760	-6,2	—	—	—
Prestaciones sociales (no en especie)	169.961	1,4	—	—	—
Intereses efectivos pagados	34.919	11,4	8,1	—	—
Subvenciones	10.447	0,1	2,1	—	—
Otros empleos y transferencias corrientes	16.684	8,8	—	—	—
Empleos de capital	25.628	-60,3	—	—	—
Formación bruta de capital	15.167	-14,5	2,1	—	—
Otros gastos de capital (c)	10.461	—	—	—	—
De los cuales: Ayudas a Instituciones Financieras	4.660	—	—	—	—
3 Cap. (+) o nec. (-) de finan. (3 = 1 - 2)	-72.239	—	—	—	—
<i>En porcentaje del PIB nominal anual</i>	-7,1	—	-6,1	—	—
Administración Central	-4,8	—	-4,2	-0,7	-0,6
De la cual: Ayudas a Instituciones Financieras	-0,4	—	0,0	0,0	0,0
Seguridad Social	-1,2	—	-0,8	0,3	0,2
CCAA	-1,5	—	-1,1	-0,1	-0,1
CCLL	0,4	—	0,0	—	—
Pro memoria					
Saldo primario	-37.320	—	—	—	—
Empleos totales, excluyendo ayudas a instituciones financieras	453.829	0,2	1,4	—	—
Saldo total, excluyendo ayudas a Instituciones Financieras	-67.579	—	—	—	—
<i>En porcentaje del PIB nominal anual</i>	-6,6	—	-6,1	—	—
Saldo Primario, excluyendo ayudas a Instituciones Financieras	-32.660	—	—	—	—

FUENTES: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas e Intervención General de la Administración del Estado (IGAE).

- a Los objetivos del saldo de las AAPP, así como los ingresos y gastos, son los fijados en el Plan Presupuestario 2014. Puesto que estas cifras se presentan en porcentajes del PIB, se ha recuperado el nivel de las variables para el año 2014.
- b Incluye consumos intermedios, transferencias sociales en especie de productores de mercado y otros impuestos sobre la producción. Excluye consumo de capital fijo, producción de mercado (ventas residuales) y pagos por otra producción de mercado.
- c Incluye la adquisición neta de activos no financieros no producidos (K2).

parte, el ritmo de variación negativo de los precios de los bienes industriales no energéticos se atenuó en dos décimas entre diciembre de 2013 y marzo de 2014, hasta registrar una caída de 0,3 %.

Los componentes tradicionalmente más volátiles del IPC también contribuyeron a la desaceleración del índice general a lo largo del primer trimestre del año. Así, el ritmo de variación interanual de los productos energéticos y de los alimentos no elaborados fue del -1,4 % y 0 % en marzo, respectivamente, 1,6 y 0,6 pp menos que en diciembre.

Millones de euros y %

	Liquidación 2013	Variación porcentual 2013/2012	Presupuesto Inicial 2014 (b)	Ejecución			
			Variación porcentual 2014/2013	2014 ene	Variación porcentual ene	2014 ene-feb	Variación porcentual ene-feb
				3	4	5	6	7
1 Ingresos no financieros	121.118	-1,8	5,8	5.221	-9,8	21.313	22,1
Impuestos directos	62.019	19,1	10,6	4.637	-26,4	7.216	6,8
IRPF	37.924	42,9	8,8	7.558	17,0	10.167	19,8
Sociedades	19.964	-6,9	11,8	-3.161	-179,4	-3.791	-68,6
Otros directos (c)	4.130	1,1	21,2	240	-75,4	841	61,4
Impuestos indirectos	35.777	51,7	5,3	-1.201	27,1	10.493	20,3
IVA	25.502	55,6	6,4	-2.143	12,9	8.757	19,5
Especiales	7.554	76,3	2,8	733	23,6	1.254	35,9
Otros indirectos (d)	2.721	-6,8	3,0	209	-4,5	481	2,2
Otros ingresos (e)	23.322	-51,1	-6,3	1.786	57,6	3.604	83,2
2 Pagos no financieros	160.796	5,5	2,5	21.077	-2,2	32.705	-0,5
Personal	15.638	0,5	1,0	1.233	-26,1	2.565	11,5
Compras	3.200	-9,3	-7,3	215	0,1	284	-12,1
Intereses	28.407	9,0	28,9	8.519	10,5	8.731	9,9
Transferencias corrientes	101.156	5,9	-6,5	8.996	-12,8	18.525	-8,8
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	—	—	—	—	—
Inversiones reales	5.930	-12,3	-45,1	630	-38,4	643	-46,1
Transferencias de capital	6.464	31,5	38,6	1.484	142,6	1.957	148,2
3 Saldo de caja (3 = 1 – 2)	-39.678	—	—	-15.856	—	-11.392	—
Saldo no financiero en términos de CN	-45.446	—	—	-6.088	—	-12.404	—
Pro memoria: impuestos totales (Estado más participación de las Administraciones Territoriales)							
TOTAL	160.922	0,1	6,2	8.850	-6,0	28.114	6,5
IRPF	69.946	-1,0	4,6	10.226	10,7	15.503	10,4
Sociedades	19.964	-6,9	11,8	-3.161	-179,4	-3.791	-68,6
IVA	51.939	2,9	5,6	6	—	13.055	12,4
Impuestos especiales	19.073	4,7	7,2	1.779	9,4	3.346	12,0

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

- a En términos de caja.
b Niveles de los Presupuestos Generales del Estado para 2014 respecto a la liquidación de 2013.
c Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.
d Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.
e Incluye tasas, ingresos patrimoniales y transferencias corrientes y de capital.

La moderación de la inflación española en el primer trimestre de 2014, medida en términos del IAPC que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados, fue más pronunciada que la de la UEM; de modo que el diferencial, favorable a España, pasó entre diciembre y marzo de -0,7 pp a -1,1 pp (véase gráfico 22). Entre los componentes de este indicador, se redujeron los diferenciales de los precios de los alimentos elaborados y de los servicios en 1,1 pp y 0,4 pp, hasta -1 pp y -1,5 pp, respectivamente. Por su parte, el diferencial de precios de los bienes industriales no energéticos se mantuvo estable en -0,5 pp. Esta reducción del diferencial medido por el IPSEBENE se trasladó parcialmente al diferencial en términos del IAPC general, que pasó, entre diciembre y marzo, de -0,5 pp a -0,7 pp. En concreto, los diferenciales de los precios energéticos y de los alimentos no elaborados repuntaron 0,5 pp y 1 pp, hasta situarse en 0,7 pp y 1 pp, respectivamente.

Millones de euros y %

	Liquidación 2013	Variación porcentual 2013/2012	Presupuesto Inicial 2014 (b)	Ejecución			
			Variación porcentual 2014/2013	2014 ene	Variación porcentual ene	2014 ene-feb	Variación porcentual ene-feb
	1	2	3	4	5	6	7
1 Ingresos no financieros	121.274	2,3	1,8	12.189	3,4	21.916	-8,6
Cotizaciones sociales	98.093	-2,9	4,8	8.706	-2,3	16.802	-1,2
Transferencias corrientes	18.424	52,7	-12,1	2.590	1,6	4.116	-28,9
Otros ingresos	4.757	-11,5	-7,0	893	166,7	998	-15,8
2 Pagos no financieros	130.181	4,7	2,3	9.009	4,2	18.425	5,2
Personal	2.247	-1,0	3,5	137	-3,3	302	-3,2
Compras	1.438	-4,5	9,5	47	-5,1	159	2,8
Transferencias corrientes	125.783	5,0	2,1	8.823	4,4	17.957	5,5
Pensiones contributivas (c)	108.580	4,9	3,2	7.944	4,4	15.935	3,9
Incapacidad temporal	7.675	-5,7	-36,4	336	-0,8	678	-2,0
Resto	9.528	17,2	20,6	543	8,3	1.344	35,6
Otros gastos	713	-6,8	16,3	2	-84,1	8	-54,0
3 Saldo no financiero (3 = 1 - 2)	-8.907	—	—	3.180	—	3.490	—
Saldo no financiero en términos de CN	—	—	—	—	—	—	—
En porcentaje del PIB nominal anual	-1,2	—	—	—	—	—	—
Pro memoria							
Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE)							
Cotizaciones sociales	18.579	-3,4	0,0	1.540	-6,5	3.035	0,0
Prestaciones por desempleo	31.221	-4,9	-5,7	2.537	-12,2	4.938	-13,3
Sistema de Seguridad Social y SPEE							
Cotizaciones sociales	116.673	-3,0	4,1	10.246	-2,9	19.837	-1,0

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

a En términos de derechos y obligaciones reconocidas.

b Niveles de los Presupuestos Generales del Estado y de la Seguridad Social para 2014 respecto a la liquidación 2013.

c Incluye las aportaciones del Estado para el complemento de mínimos.

El índice de precios industriales ha acentuado su trayectoria de moderación en los últimos meses y muestra una variación negativa en febrero, del 2,9 %, frente al incremento del 0,6 % en diciembre. Sus principales componentes registraron ritmos de variación negativos, de mayor magnitud en el caso del componente energético. Los precios de importación de productos industriales también intensificaron su senda de descenso, aunque de forma menos acusada, ya que en febrero cayeron en términos interanuales un 3 %, frente al 2,5 % de diciembre; mientras que los precios de exportación de productos industriales mostraron un abaratamiento más pronunciado, con una disminución del 4,4 % en términos interanuales en febrero, frente a una caída del 2,7 % en diciembre.

4.4 La actuación de las Administraciones Públicas

La última información estadística disponible para el agregado del sector de las AAPP, referida al cierre del año 2013 (véase cuadro 5), refleja una mejora adicional de la posición de las finanzas públicas. Así, los efectos de las medidas de consolidación fiscal permitieron que, a pesar del contexto de marcada debilidad económica, el déficit de las AAPP (sin tener en cuenta el impacto transitorio de las transferencias de capital a las instituciones financieras) se redujera ligeramente, en dos décimas del PIB, con respecto al año 2012 (véase cuadro 5). De este modo, el saldo negativo de las AAPP se situó finalmente en

Millones de euros y %

	Liquidación 2013	2014 Presupuestos iniciales (b)	2014 Presupuestos iniciales (b)	Ejecución
			Variación porcentual 2014/2013	2014 ene
	1	2	3	4
1 Ingresos no financieros	123.493	127.638	3,2	—
Recursos del sistema sujetos a entregas a cuenta y liquidación	84.779	82.670	-2,6	—
Recursos tributarios no sometidos al sistema	20.462	22.068	7,3	—
Impuesto s/ sucesiones y donaciones	2.792	2.631	-6,2	—
ITP y AJD	5.542	6.561	15,5	—
Impuesto sobre el patrimonio	1.085	1.042	-4,1	—
Impuesto sobre hidrocarburos, tramo autonómico	1.210	1.273	4,9	—
Impuesto s/ determinados medios de transporte	323	453	28,7	—
Resto de impuesto directos e indirectos	4.924	5.669	13,1	—
Tasas, precios públicos y otros ingresos	4.584	4.438	-3,3	—
Recursos tributarios no sometidos al sistema	18.253	22.900	20,3	—
Transferencias corrientes no incluidas en el sistema	12.681	13.533	6,3	—
Ingresos patrimoniales	702	2.012	65,1	—
Enajenación de inversiones reales	573	2.455	—	—
Transferencias de capital	4.298	4.900	12,3	—
2 Pagos no financieros	138.659	139.178	0,4	—
Pagos corrientes	126.388	125.705	-0,5	—
Gastos de personal	52.608	53.501	1,7	—
Gastos corrientes en bienes y servicios	27.708	27.643	-0,2	—
Gastos financieros	7.289	8.889	18,0	—
Transferencias corrientes	38.782	35.277	-9,9	—
Fondo de contingencia y otros imprevistos	0	394	—	—
Pagos de capital	12.271	13.473	8,9	—
Inversiones reales	5.641	5.940	5,0	—
Transferencias de capital	6.631	7.533	12,0	—
3 Saldo no financiero (3 = 1 - 2)	-15.166	-11.540	—	—
Saldo no financiero en términos de Contabilidad Nacional	-15.781	—	—	-1.176

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

a En términos de derechos y obligaciones reconocidas.

b Niveles de los Presupuestos Generales de las Comunidades Autónomas para 2014 respecto a la liquidación de 2013.

el 6,6 % del PIB en el pasado ejercicio, una décima por encima del objetivo del 6,5 % del PIB establecido por el Consejo Europeo en julio de 2013.

En términos de su composición, la mejora observada en el saldo de las AAPP el año pasado se debió al aumento de los ingresos, de seis décimas de PIB, dado que los gastos se elevaron cuatro décimas, excluyendo el impacto transitorio de las transferencias de capital relacionadas con las ayudas a las instituciones financieras. El aumento en términos nominales de los ingresos públicos en 2013 fue de 3,7 mm de euros. Ello se debió al incremento de la recaudación impositiva, como resultado de las medidas adoptadas —que la Agencia Tributaria estima en cerca de 12 mm—, que compensaron el efecto sobre los ingresos impositivos derivado de la debilidad de las bases imponibles. Por su parte, los gastos se incrementaron en 1 mm. No obstante, dado que la carga de intereses y las prestaciones sociales aumentaron,

Millones de euros

		Enero		Tasa de variación 2014/2013 (b)
		2013	2014	
Ingresos	Cuenta corriente	30.278	31.468	3,9
	Mercancías	18.011	18.882	4,8
	Servicios	7.753	8.373	8,0
	Turismo	2.686	2.890	7,6
	Otros servicios	5.067	5.483	8,2
	Rentas	2.801	2.637	-5,8
	Transferencias corrientes	1.714	1.576	-8,1
	Cuenta de capital	889	427	-52,0
	Cuentas corriente + capital	31.167	31.895	2,3
Pagos	Cuenta corriente	33.531	35.052	4,5
	Mercancías	20.927	20.938	0,1
	Servicios	5.505	5.714	3,8
	Turismo	743	791	6,5
	Otros servicios	4.762	4.922	3,4
	Rentas	4.403	5.730	30,2
	Transferencias corrientes	2.696	2.669	-1,0
	Cuenta de capital	605	113	-81,3
	Cuentas corriente + capital	34.135	35.165	3,0
Saldos	Cuenta corriente	-3.252	-3.584	-331
	Mercancías	-2.917	-2.057	860
	Servicios	2.248	2.659	411
	Turismo	1.943	2.098	156
	Otros servicios	305	561	255
	Rentas	-1.602	-3.093	-1.491
	Transferencias corrientes	-982	-1.093	-111
	Cuenta de capital	285	314	29
	Cuentas corriente + capital	-2.968	-3.270	-302

FUENTE: Banco de España.

- a Datos de avance en enero de 2014.
b Variaciones absolutas para los saldos.

en conjunto, en cerca de 6 mm, el ajuste efectivo del resto de rúbricas ascendió a unos 5 mm, que se concentró, principalmente, en las partidas de gastos de capital.

Por su parte, la ratio de deuda pública sobre el PIB aumentó, según la metodología del PDE, en cerca de 8 pp en 2013, hasta el 93,9%. Este ascenso fue el resultado de la confluencia de un déficit primario aún elevado, el incremento de la carga de intereses y la caída del PIB nominal.

En relación con la ejecución presupuestaria del primer trimestre de este año, se dispone solo de información parcial. En particular, según la IGAE, el déficit consolidado en Contabilidad Nacional de Administración Central, Seguridad Social y CCAA se habría situado en enero en el 0,47 % del PIB, frente al 0,53 % del mismo mes de 2013 (véase cuadro 5). Por su parte, el déficit de caja del Estado acumulado en los dos primeros meses del año se situó en 11,4 mm de euros, 4 mm menos que en el mismo período de 2013 (véase cuadro 6). Esta corrección fue menos pronunciada según los datos de Contabilidad Nacional, de acuerdo con los cuales el déficit del Estado en el primer bimestre

de 2014 ascendió a 12,4 mm, 1,7 mm por debajo de la cifra alcanzada en el período análogo de 2013.

En cuanto al Sistema de Seguridad Social, se observó un superávit en la contabilidad presupuestaria de 3,5 mm de euros hasta febrero (véase cuadro 7). En cualquier caso, hay que tener en cuenta que las cifras de los primeros meses del año suelen ser escasamente indicativas de la evolución de la ejecución presupuestaria en el conjunto del ejercicio⁵.

4.5 Balanza por cuenta corriente y de capital

En enero de 2014⁶, según la estimación de avance de la Balanza de Pagos, la economía española registró una necesidad de financiación ligeramente superior a la estimada para el mismo mes de 2013. En concreto, el déficit conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital se situó en 3,3 mm de euros, frente a los 3 mm en enero del ejercicio anterior (véase cuadro 9). Por componentes, el mayor déficit exterior se explicó por la ampliación del saldo negativo de transferencias corrientes y, sobre todo, por el incremento del déficit de rentas. Esta evolución compensó la reducción del déficit comercial y el aumento del superávit de servicios.

El saldo negativo de la balanza comercial se redujo un 30 % en términos interanuales, hasta situarse en 2,1 mm de euros, por la disminución de la factura energética, ya que el superávit no energético descendió ligeramente en enero de 2014. El saldo positivo de la balanza de servicios se incrementó un 18 %, hasta 2,7 mm de euros, gracias al ascenso de los superávits tanto de turismo como de los servicios no turísticos. El déficit de la balanza de rentas se amplió sustancialmente, un 94 %, hasta situarse en 3,1 mm de euros, mientras que el saldo negativo de la balanza de transferencias corrientes aumentó un 11 %, alcanzando 1,1 mm de euros. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se mantuvo relativamente estable en 0,3 mm de euros.

5 Por lo que hace referencia a la ejecución presupuestaria de las Comunidades Autónomas en términos de Contabilidad Nacional, la última información disponible en la fecha de cierre del presente informe trimestral corresponde al cierre del año 2013 (véase cuadro 8).

6 En el año 2014 los países de la UE adoptarán el nuevo Manual de Balanza de Pagos del Fondo Monetario Internacional (MBP6), de forma coordinada con la entrada en vigor del nuevo Manual de Cuentas Nacionales. España, como otros países europeos comenzará a difundir datos de la Balanza de Pagos con el nuevo MBP6 en septiembre u octubre de este año. En ese momento se incorporarán también todos los cambios derivados del nuevo sistema de información que el Banco de España está desarrollando por la desaparición del sistema tradicional, que estaba basado, en gran medida, en la declaración por parte de los bancos de las transacciones transfronterizas. Por lo tanto, hasta que en el otoño se completen estos cambios, los métodos de estimación y las cifras de la Balanza de Pagos tienen carácter provisional y podrían estar sujetos a revisiones superiores a las habituales.

5 EVOLUCIÓN FINANCIERA

5.1 Rasgos más destacados

Durante el primer trimestre de 2014 se prolongó la senda de mejoría de las condiciones en los mercados financieros. Los tipos de interés de la deuda pública española y sus diferenciales con respecto a la referencia alemana siguieron reduciéndose, así como también la rentabilidad y las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos por el sector privado, al tiempo que se elevaron las cotizaciones bursátiles en un contexto de reducida volatilidad. De este modo, a finales de marzo la rentabilidad de las obligaciones del Tesoro a diez años y su diferencial con respecto a la referencia alemana con el mismo vencimiento se situaban, respectivamente, alrededor del 3,3 % y los 170 pb, niveles unos 90 pb y 55 pb inferiores a los de finales de 2013 (véase gráfico 23). En los mercados bursátiles, el IBEX-35 se revalorizó durante este mismo período un 4,3 %, ganancia superior a la del EUROSTOXX 50 (1,7 %) y a la del S&P 500 (1,3 %). En el mercado interbancario, los tipos de interés se mantuvieron en cotas reducidas en todos los plazos, sin registrar variaciones significativas. Así, a finales de marzo el euríbor a un año se situaba en el 0,6 %, 3 pb por encima del nivel de finales de diciembre.

En la parte transcurrida de abril, la rentabilidad de la deuda pública española a diez años ha continuado descendiendo, y también lo ha hecho, aunque en menor medida, el diferencial con la del bono alemán al mismo plazo. En los mercados bursátiles, el IBEX-35 ha mostrado un ligero retroceso, evolución que está en línea con la del EUROSTOXX 50 y la del S&P 500.

Según la información más reciente publicada por el Ministerio de Fomento, la caída del precio de la vivienda libre continuó moderándose en los meses finales de 2013. Así, la tasa de retroceso interanual se situó en diciembre en el 4,2 %, 0,3 pp inferior a la registrada en septiembre (véase gráfico 23). La información todavía incompleta para el primer trimestre que ofrecen otras fuentes sugiere que en los primeros meses de este año se ha prolongado la senda de minoración del ritmo de descenso interanual del valor de los inmuebles.

Entre finales de 2013 y febrero de 2014 (último dato disponible), el coste de los créditos a los hogares aumentó ligeramente, tanto el de los destinados a adquisición de vivienda como el de aquellos para consumo y otros fines (véase gráfico 23), mientras que el tipo de interés aplicado a las sociedades no financieras apenas varió. El nivel de los tipos de interés de los préstamos sigue, por tanto, en niveles relativamente elevados para el tono expansivo de la política monetaria, algo que está influido tanto por los problemas de fragmentación financiera del área del euro como por la propia situación de debilidad de la economía española (véase recuadro 6).

Los últimos datos disponibles sobre la financiación del sector privado, correspondientes a febrero, siguen evidenciando descensos en los saldos. En el caso de los fondos captados por los hogares se perciben algunos signos de estabilización en el ritmo de contracción, tras la pauta de progresiva intensificación de la caída que se venía observando desde principios de 2011. Así, en los primeros meses de 2014 dicho retroceso se situó en registros próximos a los de finales de 2013 (en torno al 5 %, en términos interanuales). En el caso de las sociedades no financieras, la evolución más reciente del ritmo de disminución del crédito muestra una cierta volatilidad, en parte asociada a operaciones atípicas puntuales que no guardan relación con la situación del mercado de crédito⁷ y que impiden

⁷ En particular, se trata de operaciones realizadas por algunas entidades con sociedades no financieras pertenecientes a sus grupos financieros.

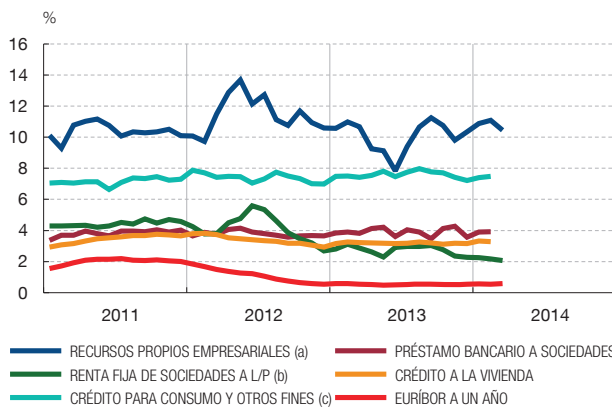
ÍNDICES BURSÁTILES



DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



COSTE DE FINANCIACIÓN



PRECIO DEL METRO CUADRADO EN VIVIENDA TASADA (d)



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

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

valorar si la pauta de moderación del retroceso que se observó en el segundo semestre de 2013 ha sufrido alguna modificación.

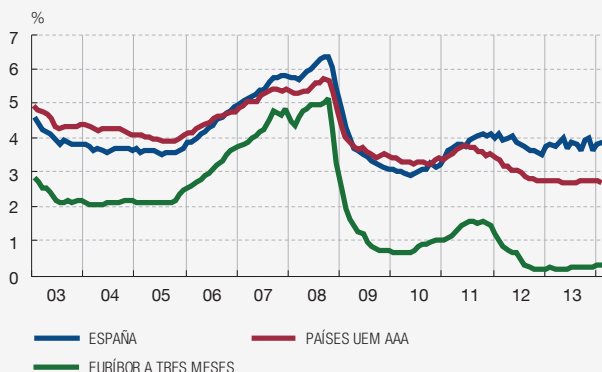
En el cuarto trimestre de 2013, las ratios de endeudamiento y de carga financiera de empresas y familias siguieron descendiendo. La riqueza neta de los hogares apenas varió, como resultado de un incremento del valor de los activos financieros netos similar al retroceso del patrimonio inmobiliario. Por su parte, en el caso de las sociedades, los datos de la muestra de compañías colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT) revelan un aumento de su resultado ordinario neto, que se tradujo en un repunte de la rentabilidad media sobre activos y capital. La información de avance para el primer trimestre de 2014 apunta a que durante este período se habrían seguido reduciendo las ratios de endeudamiento y de carga financiera de ambos sectores.

En el caso de las AAPP, la expansión de los pasivos, junto con la debilidad mostrada por el PIB, se tradujo en un nuevo incremento de las ratios de endeudamiento y de carga financiera en los meses finales de 2013, hasta alcanzar el 93,9 % y el 3,6 %, respectivamente,

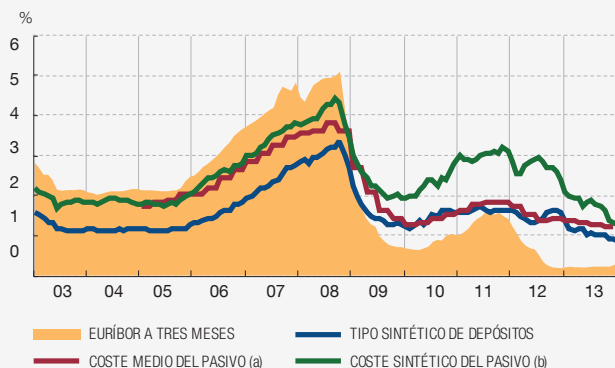
Desde comienzos de 2012 los tipos de interés medios de las nuevas operaciones de crédito bancario en España apenas se han

reducido (véase gráfico 1) y se sitúan en niveles relativamente elevados, tanto con respecto a los registrados en el núcleo de países

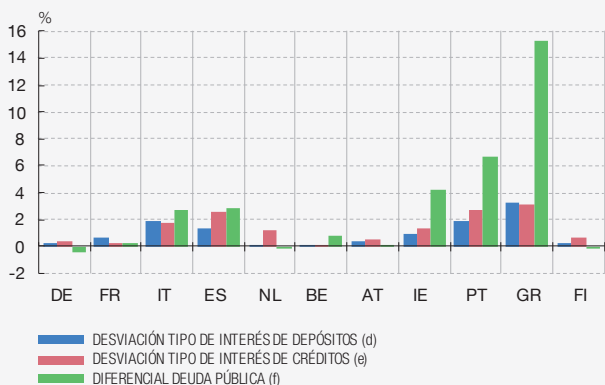
1 TIPOS DE INTERÉS DEL CRÉDITO A HOGARES Y SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y EURÍBOR



2 COSTE DEL PASIVO Y EURÍBOR



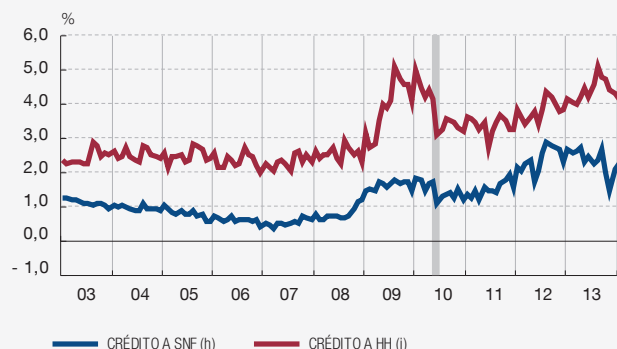
3 DESVIACIONES CON RESPECTO A LA RELACIÓN HISTÓRICA CON EL EURÍBOR Y DIFERENCIAL DE DEUDA SOBERANA. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (c)



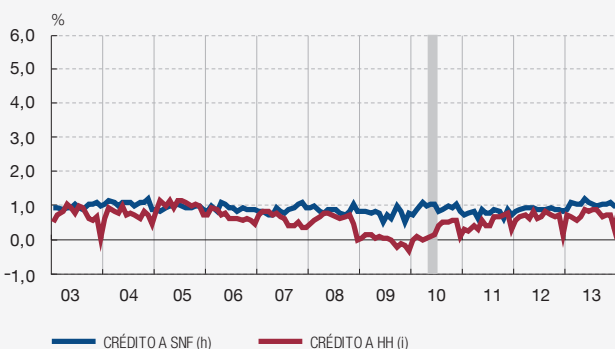
4 MARGEN ENTRE EL TIPO SINTÉTICO DEL CRÉDITO Y EL COSTE DEL PASIVO



5 DIFERENCIAL EN EL TIPO DE INTERÉS POR NIVEL DE RIESGO. ESPAÑA (g)



6 DIFERENCIAL EN EL TIPO DE INTERÉS POR NIVEL DE RIESGO. PAÍSES AAA DE LA UEM (g)



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Costes financieros (en cuenta de pérdidas y ganancias) dividido por activo total medio.
- b Media del tipo sintético de los depósitos y de la rentabilidad de los valores de renta fija, ponderados por su peso relativo en la financiación del saldo vivo del crédito.
- c Media del período 2011-2013. La desviación media es la diferencia entre el tipo de interés observado y el que se deduciría de la relación dinámica entre dicho tipo de interés y el euríbor, estimada con datos hasta el tercer trimestre de 2008.
- d Tipo de interés de los depósitos a plazo de hogares y sociedades no financieras hasta un año.
- e Tipo de interés de los nuevos créditos a sociedades no financieras, por importe inferior a 1 millón de euros y con plazo de fijación del tipo de interés de hasta un año.
- f Rentabilidad de la deuda del Estado a diez años menos IRS a diez años.
- g En junio de 2010 hay una ruptura en las series por un cambio metodológico.
- h Tipo de interés sintético. Diferencia entre el tipo medio en operaciones para consumo y otros fines y tipo medio en operaciones para vivienda.
- i Tipo de interés hasta un año. Diferencia entre el tipo medio en operaciones de menos de 1 millón de euros (principalmente, a pymes) y el tipo medio en operaciones de importe superior.

de la UEM como en relación con el tono expansivo de la política monetaria del área. Las implicaciones de estos mayores costes financieros en comparación con los de nuestros homólogos europeos justifican un análisis de sus determinantes.

Existen diversos factores que podrían explicar este comportamiento. Así, desde un punto de vista teórico, los tipos de interés de las nuevas operaciones bancarias se forman, principalmente, a partir del coste marginal de los pasivos que financian los nuevos préstamos más unas primas de riesgo acordes con las probabilidades de impago de los prestatarios. Adicionalmente, algunas entidades de crédito podrían intentar trasladar parcialmente a su clientela otros costes específicos, como los derivados de la necesidad de provisionar su cartera preexistente, de aumentar su capital (en el caso de las entidades más débiles), etc. A continuación se aporta evidencia que muestra la importancia que tienen los costes de financiación y las primas de riesgo para explicar los elevados tipos de interés del crédito en España.

Comenzando por los primeros, a lo largo de 2013 la tendencia de los costes de financiación de la banca ha sido decreciente, si bien con distinta intensidad en unos instrumentos y otros. Los rendimientos medios exigidos en la emisión de valores de renta fija a medio y largo plazo (aproximados por el IRS a cinco años más una media ponderada de las primas de los CDS de un conjunto de bancos españoles) se redujeron en 163 pb. El coste de los depósitos a plazo y el de los pagarés lo hicieron en menor medida (124 pb y 110 pb, respectivamente), y el de los depósitos a la vista permaneció sin cambios. En este contexto, el gráfico 2 muestra tres medidas alternativas del coste global de financiación de la banca española, calculadas con distintas ponderaciones de unos y otros instrumentos. Si bien en todos los casos se observa un descenso en el coste, resulta destacable también que, históricamente, este permanece elevado en relación con los tipos de interés del mercado monetario determinados por las expectativas sobre la política monetaria. En relación con los existentes en el conjunto de países de la UEM cuyos soberanos mantienen una calificación crediticia de AAA, en el último trimestre de 2013 el tipo medio de los depósitos bancarios en España se situaba todavía 40 pb por encima y la prima media de los CDS de los bancos españoles era mayor en 75 pb.

En relación con los factores determinantes de esos mayores costes de financiación en España y su repercusión en los tipos de interés del crédito, el gráfico 3 muestra los resultados de una comparación internacional dentro de la UEM. Se toman como ejemplo los tipos de interés de los créditos a sociedades no financieras de menos de 1 millón de euros y con plazo de fijación del tipo de interés de hasta un año, por un lado, y los tipos medios de los depósitos a plazo hasta un año de hogares y sociedades no financieras, por otro¹. En cada caso se representa la desviación media, durante los últimos

tres años (2011-2013), de los tipos efectivamente observados con respecto de los que resultarían de la extrapolación dinámica de un modelo que recoge la relación histórica (hasta el tercer trimestre de 2008) entre dichos tipos de interés y el euríbor a tres meses. Como puede observarse, existe una elevada relación entre las desviaciones por países de los tipos de interés del crédito y las de los depósitos (coeficiente de correlación del 0,88). Asimismo, la correlación entre las desviaciones con respecto de su comportamiento histórico de los tipos de interés de los depósitos y el nivel de las primas de riesgo soberano (también representadas en el gráfico) es igualmente elevada (0,92), indicando que las tensiones en los mercados de deuda soberana, y su traslación a los costes de financiación de la banca en los distintos países, han debido desempeñar un papel importante en la explicación de los mayores tipos de interés del crédito en España y en otros países del área sujetos a tensiones.

Ahora bien, desde mediados de 2012 se registra una ampliación del margen existente entre la rentabilidad de los nuevos créditos y el coste global de financiación de los bancos españoles (véase gráfico 4, donde dicho margen se calcula para las tres medidas distintas de coste presentadas en el gráfico 2). No obstante, esta ampliación se produce desde niveles en general reducidos. La valoración de estos márgenes resulta complicada². Debe tenerse en cuenta que dicho margen ha de remunerar el mayor riesgo de crédito de las operaciones en un contexto de debilidad del crecimiento económico (que se traduce en unas pérdidas potenciales por impagos superiores y una incertidumbre más alta) y debe cubrir los mayores costes asociados al incremento de los requerimientos de capital, tras los cambios introducidos en la regulación a escala internacional. Ambos factores justificarían, por tanto, un margen más elevado en relación con el período expansivo anterior a la crisis.

Un indicio de la mayor importancia de las primas por riesgo de crédito es la notable ampliación del diferencial entre los tipos de interés aplicados por las entidades españolas en las nuevas operaciones, según su nivel de riesgo (véase gráfico 5), lo cual estaría relacionado con la situación económica de nuestro país y habría contribuido a mantener unos costes relativamente elevados del crédito bancario. Esta ampliación, o bien no se produce, o lo hace en mucha menor medida en los países de la UEM con calificación crediticia AAA (véase gráfico 6).

En resumen, pues, y con todas las cautelas debidas, el nivel actual de los tipos de interés del crédito en España, relativamente elevado en relación con el tono de la política monetaria, estaría influido tanto por los problemas de fragmentación financiera del área del euro como por la propia situación de debilidad de la economía española. Cabría esperar, por tanto, que la consolidación de los avances recientes en ambos campos se tradujera en una reducción de la diferencia con los países de la UEM menos afectados por las tensiones.

1 A cambio de la menor generalidad del resultado, la elección de esos instrumentos concretos permite una mayor homogeneidad en la comparación entre países que si se utilizasen tipos sintéticos. En términos de la representatividad de los instrumentos elegidos dentro de cada país, las operaciones de crédito con plazo de fijación del tipo de interés de hasta un año representan como mínimo un 38 % del total de operaciones con sociedades no financieras por valor de menos de 1 millón de euros, en cada uno de los países, para el conjunto de los últimos cinco años. En el caso de los depósitos a plazo hasta un año, estos suponen como mínimo un 78 % del total.

2 En la medida en que, en un contexto recesivo, las entidades aplican políticas de concesión de crédito más restrictivas (denegando fondos a aquellos prestatarios con mayor nivel de riesgo), la evolución observada de las primas medias de los préstamos efectivamente concedidos se ve afectada por efectos composición. Podría darse el caso incluso de que dichas primas creciesen justo cuando los bancos comienzan a elevar su oferta, debido a la realización, nuevamente, de operaciones con prestatarios de mayor riesgo.

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 10

Porcentaje del PIB (a)

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

FUENTE: Banco de España.

a La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

b Indicador que aproxima el exceso de recursos disponible tras cubrir la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente.

en diciembre. Los datos más recientes, correspondientes al mes de febrero, recogen una ligera moderación en la tasa de expansión de la financiación de este sector, que se situó en el 8 %, 0,6 pp menos que en diciembre de 2013.

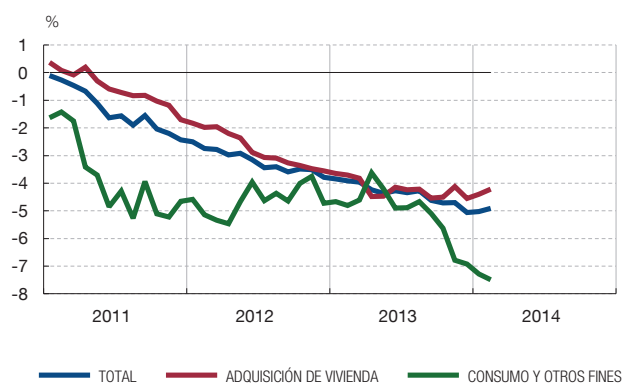
Durante el último trimestre del año, la cuenta financiera de la economía española frente al resto del mundo registró entradas netas de capital (excluyendo las operaciones del Banco de España), como resultado de un incremento de las tenencias del resto del mundo de pasivos emitidos por sectores residentes y de una desinversión de los agentes nacionales en activos foráneos. Conjuntamente con la capacidad de financiación que presentó la economía, que alcanzó el 3,1 % del PIB trimestral (1,5 % del PIB en términos acumulados de doce meses) (véase cuadro 10), estos movimientos determinaron una reducción del saldo deudor del Banco de España frente al resto del mundo. La última información disponible de la Balanza de Pagos, correspondiente a enero, muestra que en dicho mes los inversores no residentes realizaron inversiones en la economía española por un importe algo superior a los 5.300 millones de euros, mientras que las tenencias de activos en el exterior de los agentes residentes, excluido el Banco de España, aumentaron en una cuantía próxima a los 9.700 millones de euros. Ello conllevó una salida neta de fondos, que, unida a las necesidades de financiación de la nación experimentadas ese mes, se reflejaron en un aumento de la posición deudora del Banco de España frente al exterior próximo a los 7 mm de euros.

5.2 El sector hogares

El coste de los préstamos concedidos a las familias aumentó ligeramente en los dos primeros meses del año, tanto en el caso de los recursos para la adquisición de vivienda (12 pb, hasta el 3,3 %) como en el de los destinados a consumo y otros fines (26 pb, hasta el 7,5 %).

La financiación a los hogares se contrajo en febrero un 4,9 %, en términos interanuales, cifra algo inferior al 5,1 % de diciembre (véase gráfico 24). El desglose por finalidades muestra que esta evolución fue resultado de la moderación del descenso del crédito para adquisición de vivienda (4,2 %, frente al 4,6 % de dos meses antes) y de la ligera intensificación del retroceso del destinado a consumo y otros fines (7,5 %, 0,6 pp más que al cierre del pasado año), aunque este último muestra tradicionalmente un comportamiento más volátil.

CRÉDITO A HOGARES. TASAS INTERANUALES



FINANCIACIÓN A SOCIEDADES. TASAS INTERANUALES



FUENTE: Banco de España.

- a El crédito incluye la titulización fuera de balance y los préstamos transferidos a la SAREB.
 b Préstamos de entidades de crédito residentes y establecimientos financieros de crédito.

La ratio de endeudamiento sobre renta bruta disponible (RBD) de los hogares continuó descendiendo en el cuarto trimestre de 2013, como resultado de la caída de los pasivos y la estabilidad de los ingresos (véase gráfico 25). Esta evolución, junto con los menores pagos asociados a los pasivos (tanto por devolución de principal como por intereses), permitió que la carga financiera en relación con la RBD siguiese disminuyendo. El descenso de la tasa de ahorro bruto se habría visto compensado por el retroceso de las amortizaciones, de modo que la capacidad de ahorro del sector una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la deuda apenas habría variado, aunque sigue en niveles reducidos. Por otra parte, la riqueza neta de las familias se mantuvo estable entre septiembre y diciembre, como resultado de un incremento en el valor de los activos financieros netos similar al retroceso del patrimonio inmobiliario.

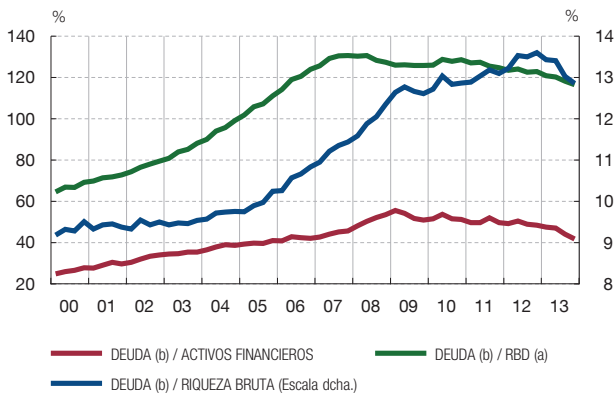
De acuerdo con las cuentas financieras, en el cuarto trimestre de 2013 los hogares invirtieron en activos financieros en menor cuantía que en idéntico trimestre de 2012, por lo que, en términos acumulados de doce meses, dicha inversión se situó en el 0,8% del PIB, frente al 1,2% del trimestre anterior (véase cuadro 11). Las tendencias observadas en trimestres anteriores se mantuvieron, de forma que los depósitos y los fondos de inversión siguieron concentrando el grueso de la inversión (importes equivalentes al 2,9% y al 2,3% del PIB trimestral, respectivamente, y del 2,6% y el 1,5% en el conjunto de 2013), mientras que, en contraposición, las familias redujeron sus tenencias de valores de renta fija por un importe equivalente al 1,8% del PIB trimestral.

5.3 El sector de sociedades no financieras

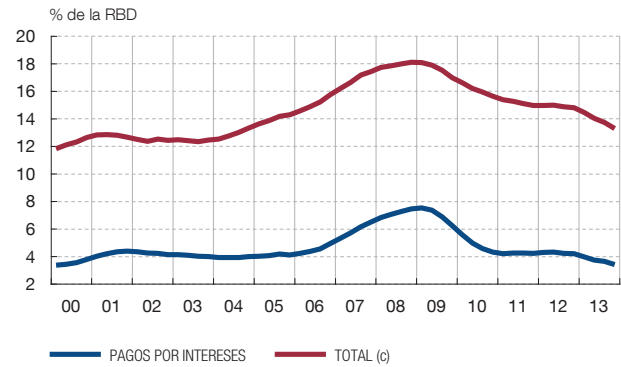
El tipo de interés del crédito bancario a las sociedades no financieras apenas varió en los dos primeros meses del año. Así, en las operaciones de importe inferior a 1 millón de euros se mantuvo en el 5,2%, y en las de cuantía superior se elevó ligeramente (8 pb), hasta alcanzar el 3%. Por otra parte, en el conjunto del primer trimestre el coste de sus emisiones de renta fija a largo plazo descendió 21 pb, mientras que el de los recursos propios apenas varió.

Desde finales de 2013, la tasa de contracción del crédito bancario ha presentado una evolución algo volátil, en parte asociada, como ya se ha señalado, a operaciones atípicas puntuales que no guardan relación con la situación del mercado de crédito. Esto impide valorar correctamente si la senda de moderación que se observó en el segundo semestre

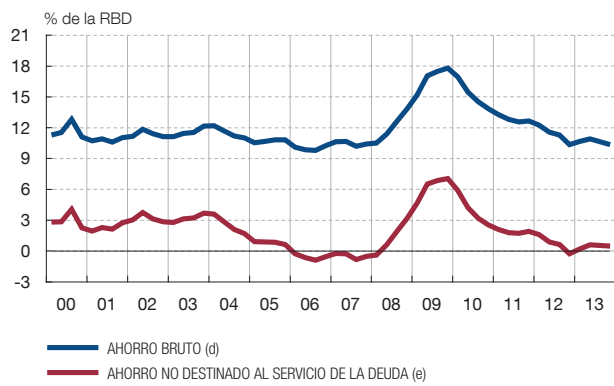
RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



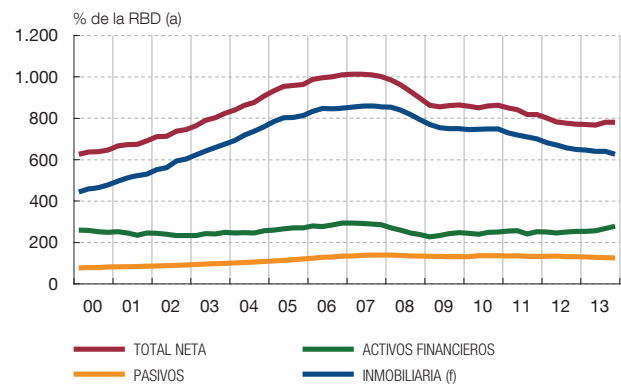
CARGA FINANCIERA (a)



AHORRO (a)



RIQUEZA



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

- a Datos acumulados de cuatro trimestres.
 b Incluye crédito bancario y crédito titulizado fuera de balance.
 c Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
 d Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible. Ajustado de estacionalidad.
 e Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.
 f Valoración basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de su superficie media y del precio del metro cuadrado.

de 2013 en esta variable se ha prolongado en los meses iniciales de 2014. Así, el ritmo de caída interanual del saldo de fondos obtenidos a través de esta vía se situó en febrero en el 9,5 %, prácticamente la misma cifra de diciembre. Sin embargo, la información sobre volúmenes brutos de las nuevas operaciones, indicador que no está afectado por las operaciones atípicas que se han mencionado, pero que presenta también potencialmente algunas distorsiones para el seguimiento del dinamismo del mercado crediticio⁸, apunta a una continuidad de la pauta de recuperación que se detectó durante el último tramo del pasado año en el segmento de los préstamos inferiores al millón de euros (en el que se sitúan mayoritariamente las transacciones con las pymes), que se ha traducido de hecho en tasas de crecimiento interanuales positivas.

La información más reciente del crédito por finalidades, referida al cuarto trimestre, refleja que la contracción del saldo vivo de la financiación bancaria se moderó en todas las ramas de actividad, excepto en el sector de los servicios inmobiliarios, en el que la tasa de

⁸ Así, por ejemplo, un acortamiento en los plazos de las operaciones se traduciría en un repunte de las operaciones, al producirse antes su vencimiento y renovación, pero no en una mayor financiación captada.

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

CUADRO 11

Porcentaje del PIB (a)

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

FUENTE: Banco de España.

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

disminución interanual pasó del 8,2 % al 12,5 %. Es interesante señalar que es precisamente en este tipo de actividad en el que se concentran las operaciones atípicas antes mencionadas. En la construcción, la industria y el resto de servicios, sin embargo, las caídas fueron del 13,4 %, 11,9 % y 5,4 %, respectivamente, 2,1 pp, 0,6 pp y 1,5 pp menos que en septiembre.

Por otra parte, la tasa de avance del saldo de los fondos captados a través de la emisión de valores de renta fija por las empresas y sus filiales residentes se redujo durante enero y febrero, hasta hacerse nula. De este modo, el retroceso del total de la financiación de las

sociedades no financieras (esto es, incluyendo, además del crédito de las entidades residentes, los títulos de renta fija y los préstamos exteriores) se situó en el 5,7 % en febrero, frente al 5,1 % de diciembre (véase gráfico 24).

La información más reciente de las cuentas financieras muestra que durante el cuarto trimestre de 2013 la posición acreedora del sector de sociedades no financieras aumentó, situándose, en términos acumulados de doce meses, en el 3,3 % del PIB (0,6 pp más que en septiembre) (véase cuadro 10). Esta evolución estuvo acompañada de un incremento de las adquisiciones de acciones y participaciones del sector en el resto del mundo, por lo que la «brecha de financiación» (indicador que aproxima el exceso de recursos disponible tras cubrir la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente) se situó en 1,4 % del PIB, frente al 1,7 % de septiembre.

Las ratios de endeudamiento y de carga financiera en relación con el PIB continuaron reduciéndose durante el cuarto trimestre de 2013, como resultado del descenso de los recursos ajenos y el leve incremento del PIB (véase gráfico 26). Para la muestra de empresas colaboradoras con la CBT, durante 2013 se moderó el ritmo de contracción de la actividad y del valor añadido bruto en todas las ramas productivas, con la excepción de la energía, que se vio afectada por perturbaciones especiales que han dado lugar a una fuerte disminución de su valor añadido. Asimismo, los ingresos financieros aumentaron para las sociedades de esta muestra, mientras que los gastos de esta naturaleza descendieron. Esta evolución permitió que el resultado ordinario neto aumentase con respecto al ejercicio anterior (un 2,3 %, en contraste con la caída de los dos años previos). En este contexto, las rentabilidades del activo neto y de los recursos propios se incrementaron hasta el 5,9 % y el 8 %, respectivamente, frente al 5,5 % y al 7,4 % registrados en 2012. Esta elevación de los resultados, unida al retroceso de los pasivos, se tradujo en una caída de las ratios de endeudamiento y de carga financiera en relación con las rentas generadas en los meses finales de 2013. En cambio, el apalancamiento en relación con los activos se incrementó ligeramente, influido por el retroceso de los activos de las sociedades de la muestra. Por su parte, los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo, que tienen en cuenta el efecto conjunto de la evolución de las variables financieras sobre estas magnitudes a escala micro, repuntaron ligeramente, manteniéndose en niveles elevados.

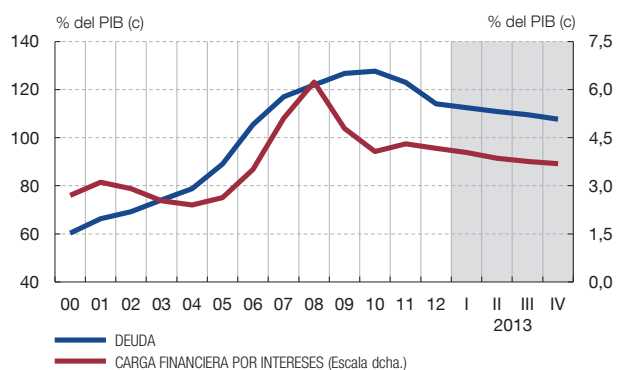
5.4 Las Administraciones Públicas

Los datos de las cuentas financieras muestran que las necesidades de financiación del sector público se redujeron 2,9 pp entre septiembre y diciembre de 2013, en términos acumulados de doce meses, hasta situarse en el 7,1 % del PIB (véase cuadro 10).

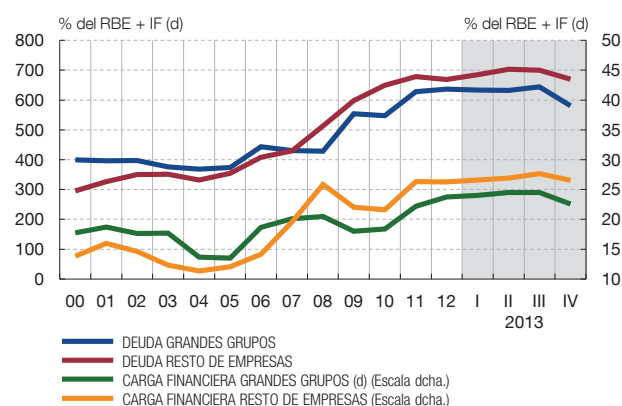
La principal vía usada por las AAPP para la captación de fondos fue la emisión de bonos y obligaciones, canal por el que obtuvieron recursos equivalentes al 4,1 % del PIB trimestral (8,5 % del PIB en términos acumulados de doce meses, cifra 1,1 pp inferior a la registrada tres meses antes) (véase gráfico 27). En contraposición, descendió el saldo de créditos y de valores a corto plazo (4 % y 0,7 % del PIB trimestral, respectivamente). Por el lado del activo, el sector redujo sus depósitos y sus tenencias de valores, por un importe equivalente al 0,7 % y al 1,3 % del PIB anual, respectivamente.

La expansión de los pasivos de las AAPP, junto con la debilidad mostrada por el PIB, se tradujo en un nuevo incremento de las ratios de endeudamiento y de carga financiera en el cuarto trimestre de 2013, hasta alcanzar el 93,9 % y el 3,6 % del PIB, respectivamente. De acuerdo con los datos más recientes, correspondientes a febrero, la tasa de expansión de la deuda de este sector se redujo hasta el 8 %, 0,6 pp menos que en diciembre de

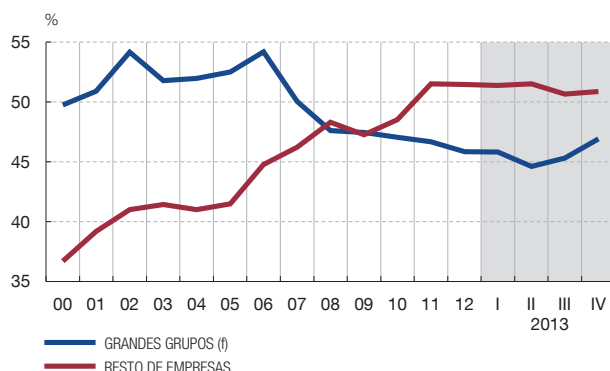
DEUDA (b) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CUENTAS NACIONALES



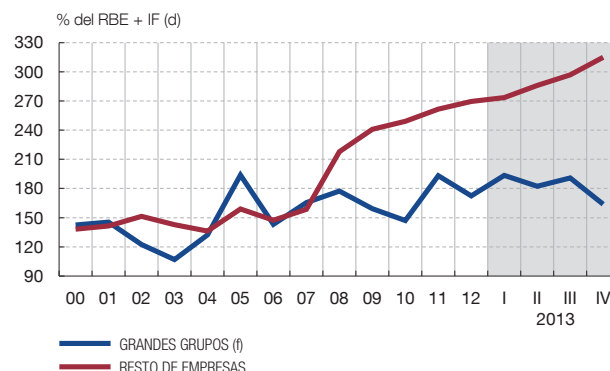
DEUDA (b) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CENTRAL DE BALANCES



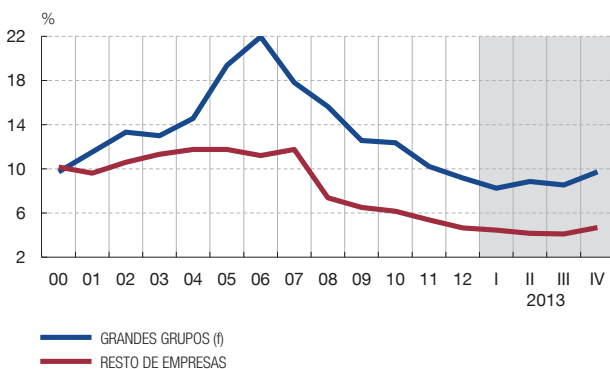
DEUDA (b) / ACTIVO (e). CENTRAL DE BALANCES



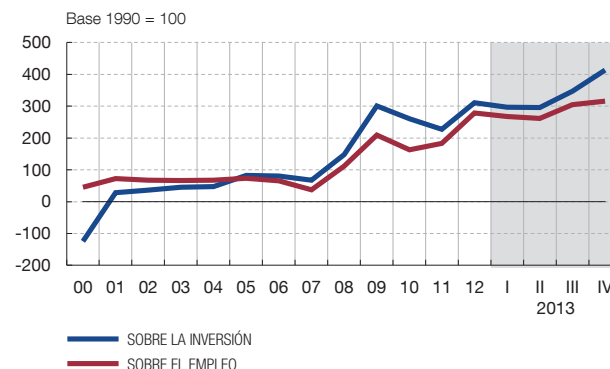
CARGA FINANCIERA TOTAL (g). CENTRAL DE BALANCES



RON / RECURSOS PROPIOS. CENTRAL DE BALANCES



INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (h)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Los indicadores elaborados a partir de la muestra de la Central de Balances se han construido hasta 2011 con la información de la CBA. Desde esa fecha en adelante, se han extrapolado a partir de la evolución de la CBT.

b Recursos ajenos con coste.

c La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

d Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.

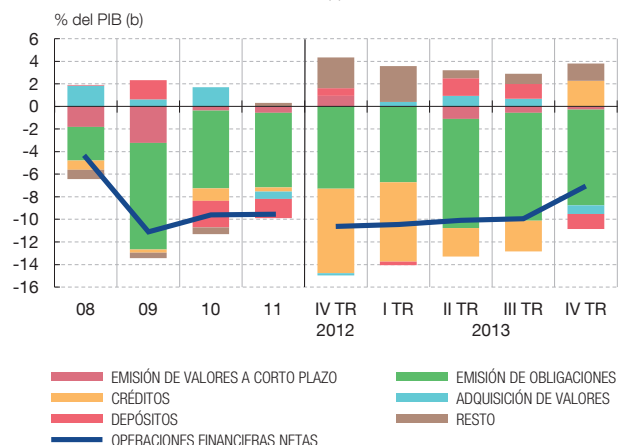
e Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.

f Agregado de todas las empresas colaboradoras con la CB pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.

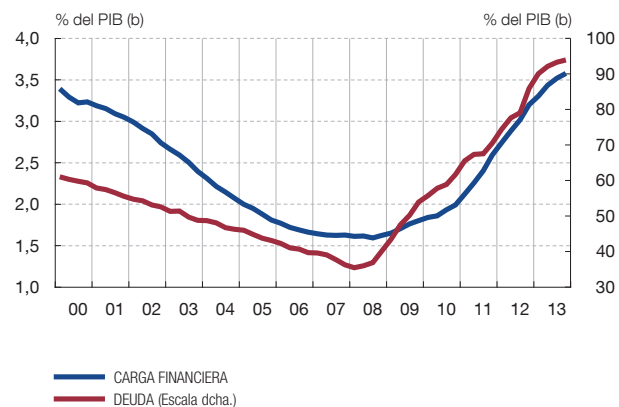
g Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.

h Indicadores estimados a partir de la CBA y la CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

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.
- b La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

2013. Por instrumentos, la financiación mediante bonos y obligaciones siguió mostrando un elevado dinamismo (su ritmo de avance interanual se mantuvo algo por encima del 15%), mientras que, en contraposición, el saldo de los valores de corto plazo y de los créditos se redujo con respecto a doce meses antes (2% y 7,8%, respectivamente). El desglose por tenedores muestra que, en términos netos, entre diciembre y febrero los principales compradores de valores emitidos por el Estado fueron las entidades de crédito y los no residentes.

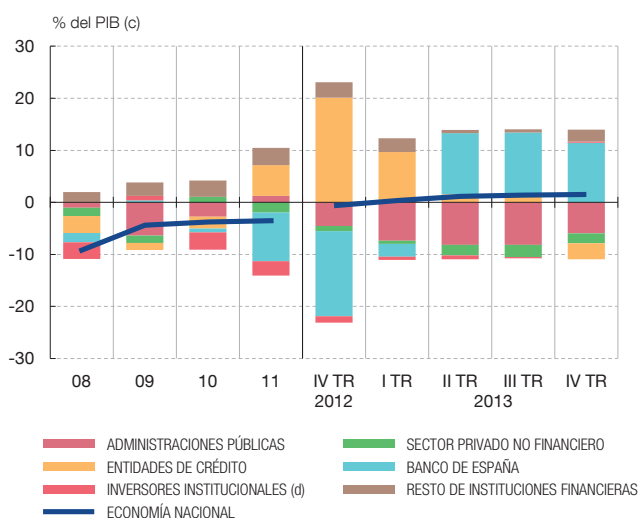
5.5 La posición financiera frente al exterior

De acuerdo con la información más reciente de las cuentas financieras, entre septiembre y diciembre la economía española presentó una capacidad de financiación equivalente al 3,1% del PIB trimestral (0,9 pp superior a la de tres meses antes). De este modo, en términos acumulados de doce meses alcanzó el 1,5% del PIB (véase cuadro 10).

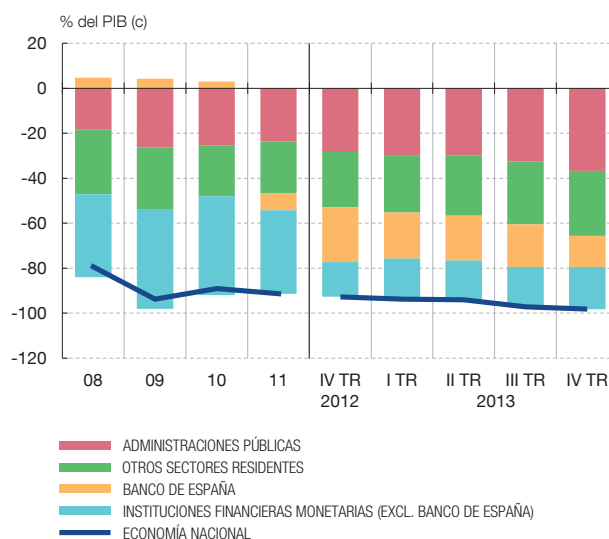
En el cuarto trimestre de 2013 se registró una entrada neta de capitales en la economía española, excluyendo las operaciones del Banco de España, como resultado del incremento de las tenencias del resto del mundo de pasivos emitidos por sectores residentes y, en menor medida, de la desinversión de los agentes nacionales en el exterior. Esta evolución, unida a la capacidad de financiación de la nación, se tradujo en un descenso del saldo deudor del Banco de España frente al resto del mundo. Concretamente, esta partida se redujo por un importe equivalente al 11,5% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres (véase gráfico 28). La información más reciente de la Balanza de Pagos, correspondiente a enero, muestra un incremento de la exposición de los no residentes a la economía española (excluyendo el Banco de España) por importe algo inferior a la inversión en activos foráneos de los residentes. Estos desarrollos, junto con la necesidad de financiación que presentó la economía española en este mes, se reflejaron en un ligero incremento de la posición deudora del Banco de España frente al exterior.

Por el lado de los pasivos, el grueso de los fondos captados del exterior entre septiembre y diciembre se canalizó mediante valores de renta fija emitidos por las AAPP, que concentraron un flujo equivalente al 17,4% del PIB trimestral (6,2% del PIB en términos acumulados

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (b)



ACTIVOS FINANCIEROS NETOS



FUENTE: Banco de España.

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

de doce meses) y, en menor medida, a través de acciones y otras participaciones (5,5 % del PIB trimestral, 1 pp más que en septiembre, y 3,2 % del PIB en el conjunto de 2013). En línea con este desarrollo, la inversión directa del exterior en España aumentó 0,7 pp, hasta situarse en el 3,2 % del PIB trimestral (2,9 % del PIB, en términos acumulados de doce meses). En contraposición, disminuyó el saldo de financiación neta captada por las entidades de crédito en el mercado interbancario y con cámaras de contrapartida central, por un importe equivalente al 1,6 % del PIB trimestral, aunque en el conjunto del año la financiación obtenida por esta vía se incrementó por una cuantía equivalente al 2 % del PIB (véase cuadro 12).

Por otra parte, los sectores residentes redujeron sus tenencias de activos exteriores por un importe equivalente al 1,8 % del PIB trimestral entre septiembre y diciembre (5,5 % del PIB en el conjunto de 2013). La desinversión en el exterior se concentró en valores de renta fija (2,6 % del PIB, 0,8 % en términos acumulados de cuatro trimestres) y en los depósitos mantenidos por las entidades de crédito en el mercado interbancario (2,1 % del PIB del trimestre). En contraposición, la inversión en acciones y participaciones emitidas por no residentes fue positiva, y alcanzó un importe equivalente al 3,5 % del PIB trimestral. En línea con esta evolución, la inversión directa de España en el exterior se incrementó 2,9 pp, hasta alcanzar un importe equivalente al 3,8 % del PIB (1,9 % del PIB en términos acumulados de doce meses).

A pesar de la capacidad de financiación que presentó la nación, en el cuarto trimestre aumentó ligeramente la posición deudora neta, evolución que se explica por los efectos de valoración ligados a las variaciones en el precio de los activos y pasivos y en el tipo de cambio (véase gráfico 28). Así, según la Posición de Inversión Internacional, la posición deudora neta de la economía española frente al resto del mundo se situó al cierre de 2013 en el 98,2 % del PIB, 1 pp más que en septiembre. Por sectores, esta evolución resultó

OPERACIONES FINANCIERAS DE LA NACIÓN
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 12

Porcentaje del PIB (a)

	2010	2011	2012	2013		
				II TR	III TR	IV TR
Operaciones financieras netas	-3,8	-3,5	-0,6	1,1	1,4	1,5
Operaciones financieras (activos)	-3,7	2,4	1,4	-4,6	-4,3	-5,5
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	-1,4	0,1	0,6	-3,0	-4,6	-4,6
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario entidades de crédito</i>	-1,3	0,0	0,2	-2,8	-4,4	-4,5
Valores distintos de acciones	-7,3	-1,1	-1,2	-1,8	-1,1	-3,0
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	-3,2	1,3	1,2	0,5	0,5	-2,0
<i>Inversores institucionales</i>	-4,1	-2,4	-1,7	-1,6	-0,9	-0,6
Acciones y otras participaciones	3,1	0,9	0,6	1,8	2,0	3,1
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	3,6	0,6	-0,4	0,7	0,6	1,3
<i>Inversores institucionales</i>	0,5	-0,4	0,3	0,3	0,2	0,5
Préstamos	1,0	2,1	1,9	0,0	1,0	0,5
Operaciones financieras (pasivos)	0,1	5,9	2,0	-5,7	-5,7	-7,0
Depósitos	-0,5	8,9	0,5	-17,0	-17,9	-15,4
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario entidades de crédito (b)</i>	-7,5	-3,6	-5,4	-2,5	-3,8	-2,7
<i>Cesiones temporales entidades de crédito (c)</i>	5,8	2,8	-8,2	-1,6	-0,6	0,3
<i>Interbancario Banco de España (posición intrasistema)</i>	0,2	10,8	15,0	-13,4	-14,3	-13,4
Valores distintos de acciones	-2,7	-6,8	-5,6	3,6	3,9	3,2
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	2,0	-1,1	0,5	4,3	4,4	6,2
<i>Entidades de crédito</i>	-1,8	-2,3	-3,7	-0,5	-0,2	-0,6
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	-3,0	-3,4	-2,6	-0,5	-0,7	-2,5
Acciones y otras participaciones	2,1	2,8	3,3	3,5	3,9	3,8
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	2,3	2,8	3,0	3,3	3,4	3,2
Préstamos	1,4	0,9	4,1	4,4	4,4	1,3
Otros neto (d)	-1,1	-0,3	0,1	1,5	1,7	1,4
Pro memoria						
Inversión directa de España en el exterior	2,7	2,7	2,8	0,0	0,3	1,9
Inversión directa del exterior en España	2,9	2,9	2,9	2,6	3,1	2,9

FUENTE: Banco de España.

a La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

b Incluye operaciones *repo* bilaterales.

c Incluye las operaciones con cámaras de contrapartida central.

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

del aumento del saldo deudor de las AAPP y, en menor medida, de las instituciones financieras monetarias distintas del banco central y los otros sectores residentes, que superó el descenso de la posición deudora del Banco de España.

16.4.2014.

Este artículo ha sido elaborado por Ana Gómez Loscos y María Jesús González, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

El turismo es uno de los sectores clave de la economía española, por su peso tanto en el PIB como el empleo, que está desempeñando un papel decisivo en la salida de la crisis. De acuerdo con los datos de la Cuenta Satélite del Turismo, la participación del turismo (receptor) en el conjunto de la economía española ha aumentado en los últimos años, de forma que en 2012 representó un 5,1 % del PIB. Además, España es uno de los principales destinos turísticos del mundo, en función tanto del número de visitantes (cerca de 61 millones en 2013, lo que coloca a España en la tercera posición mundial, tras Francia y Estados Unidos) como de los ingresos por turismo (próximos a 60 mm de euros, solo por detrás de Estados Unidos). La cuota de España en el turismo mundial se sitúa alrededor del 6 %, muy por encima de la cuota comercial y del peso relativo de España en el PIB mundial. Desde la óptica de las relaciones con el exterior, la relevancia del turismo en la balanza de pagos es muy destacable y ha contribuido a la corrección del desequilibrio externo de la economía española en los últimos años. Así, el superávit turístico alcanzó el 3,3 % en términos del PIB en 2013, 0,8 puntos porcentuales (pp) por encima del mínimo registrado en 2009.

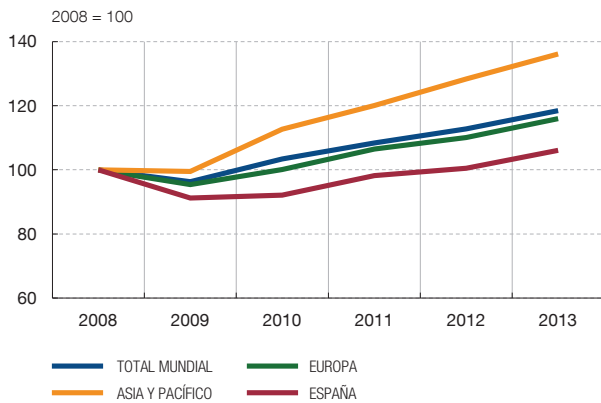
En este trabajo se analizan la evolución reciente y los cambios estructurales del turismo no residente en España, con la finalidad de valorar las fortalezas y debilidades del sector y caracterizar su contribución al proceso de recuperación de la economía. Para ello, en la siguiente sección se describe la evolución de los flujos e ingresos turísticos hacia España en relación con otras áreas geográficas. A continuación, se detallan los principales cambios en el último cuatrienio en relación con las preferencias de los turistas, que se vinculan con la evolución de la oferta turística existente y con la competitividad. El artículo finaliza con unas breves conclusiones.

El turismo en el contexto global

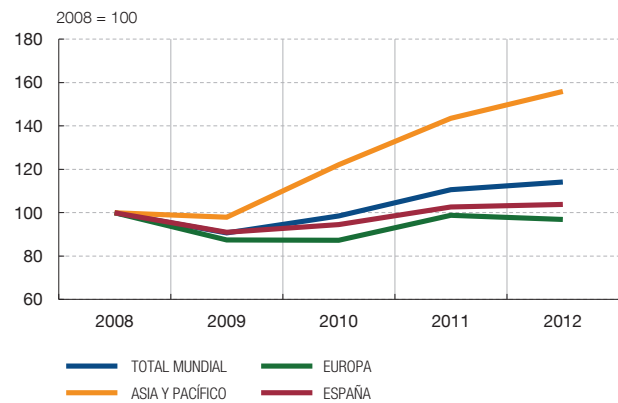
La tendencia creciente en los flujos internacionales de turismo se interrumpió a finales de 2008 por los efectos de la crisis financiera internacional. La incertidumbre respecto a su profundidad y extensión en los países desarrollados no se generalizó a los países en vías de desarrollo y emergentes, con lo que la evolución de los flujos de turismo mostró un comportamiento dispar entre las distintas áreas. A partir de 2010, los flujos turísticos internacionales recuperaron su vigor, aunque la intensidad del crecimiento difirió entre las distintas áreas geográficas. Las economías emergentes, particularmente las asiáticas —en pleno proceso de convergencia económica y con una posición cíclica más adelantada que la de las economías avanzadas—, lideraron el avance del turismo en el último cuatrienio, tanto emisor como receptor. Por el contrario, las llegadas y salidas de turistas en las economías desarrolladas crecieron a un ritmo mucho más moderado (véase gráfico 1). En particular, en los últimos años, los países en los que el turismo emisor registró un crecimiento más relevante (medido a través del gasto por viajes al extranjero) fueron China, Rusia¹ y, tras ellos, con un dinamismo algo inferior, Brasil. El hecho de que casi el 80 % de los viajes sean intrarregionales —es decir, se realicen dentro de la misma región— dificulta que España y sus principales países competidores se beneficien de esta tendencia a la

¹ La disminución de las restricciones para viajar al exterior en ambos países y la revalorización de la moneda china contribuyeron a esta evolución.

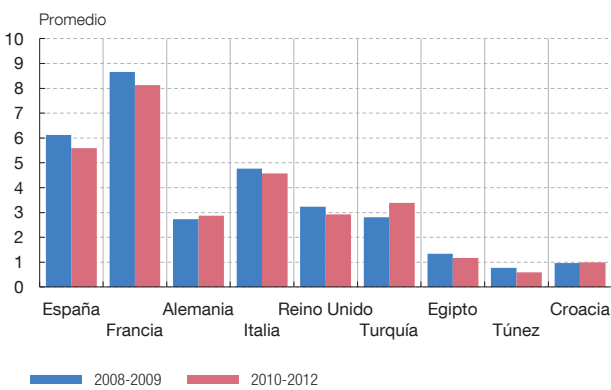
LLEGADAS DE TURISTAS



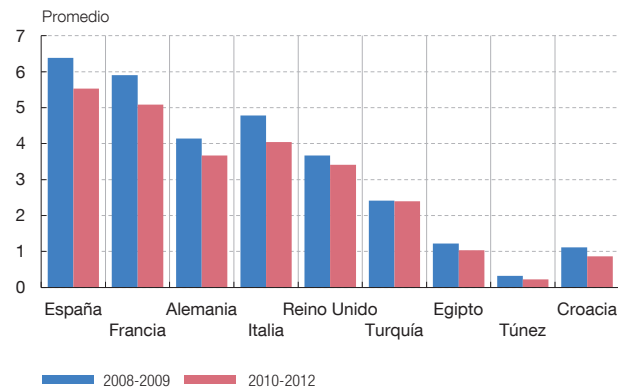
INGRESOS POR TURISMO



CUOTAS DE LLEGADAS DE TURISTAS



CUOTAS DE INGRESOS POR TURISMO



FUENTES: Organización Mundial del Turismo, Instituto de Estudios Turísticos (Frontur) y Banco de España.

generalización del turismo de masas en países en vías de desarrollo y emergentes (sobre todo, en la región de Asia y el Pacífico). De ahí que el mayor dinamismo en países receptores de turismo se haya producido en el sudeste asiático (Japón, Tailandia, Vietnam, Taiwán, Indonesia) y en Rusia.

En línea con el patrón descrito de los flujos internacionales, la llegada de turistas a España, que había alcanzado un máximo histórico en 2007 (58,7 millones de llegadas), se ralentizó por la crisis económica y financiera que afectó a muchos países desarrollados, y en particular a Europa, origen de una parte significativa del turismo que llega a España (91,1 % del total en 2013). Desde el año 2010, la mayoría de los indicadores de turismo no residente en España coinciden en señalar una recuperación del turismo internacional, que, tras algunos altibajos, se ha consolidado en 2013. En concreto, la llegada de turistas creció a un ritmo cercano al 4 % en promedio en el período 2010-2013. En el último año, las entradas de turistas alcanzaron un nuevo máximo histórico en la serie (60,7 millones de llegadas), lo que permitió a España recuperar el tercer puesto como país receptor de turistas. La misma tónica general se observa cuando se analizan las series de pernoctaciones del INE, aunque las variaciones difieren ligeramente en su magnitud. En términos de ingresos, el gasto de los turistas no residentes, según datos de la Encuesta de Gastos Turísticos (Egatur)², registró un dinamismo superior al de la llegada de turistas (5,4 % en el período 2010-2013),

2 Incluye el gasto asociado al transporte internacional.

	% interanual						Estructura	
	2008	2009	2010	2011	2012	2013 (a)	2008	2013 (a)
Total mundial	-2,5	-8,8	1,0	6,6	2,3	5,6	100	100
Alemania	-0,2	-11,2	-1,4	1,8	3,8	5,8	17,6	16,2
Francia	-9,5	-2,4	2,1	3,1	6,4	6,9	14,2	15,7
Reino Unido	-3,2	-15,7	-6,4	9,4	0,1	5,2	27,6	23,6
Italia	-7,4	-5,0	9,5	7,9	-6,0	-8,1	5,9	5,4
Países Bajos	-0,9	-15,8	9,0	21,8	-7,6	2,2	4,3	4,3
Países nórdicos (b)	4,6	-7,2	7,2	9,1	6,9	16,9	6,3	8,0
Rusia	19,3	-17,1	43,4	42,6	39,3	31,6	0,9	2,6
Europa	-2,6	-9,9	0,2	6,5	1,6	5,8	93,6	91,1
América	3,7	7,3	1,7	10,3	8,2	-1,6	4,2	5,1
Resto del mundo	-10,1	9,2	26,4	5,7	12,2	10,7	2,2	3,8

FUENTE: Instituto de Estudios Turísticos (Frontur).

a Datos provisionales.

b Países nórdicos: Dinamarca, Finlandia, Suecia y Noruega.

asociado, sobre todo, al favorable comportamiento del gasto medio diario, ya que la duración media de la estancia disminuyó.

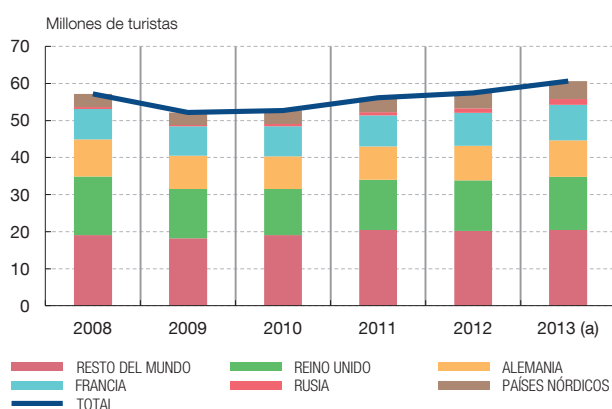
En línea con la evolución anterior, los datos provisionales de 2013 indican una ganancia de las cuotas de España de turistas e ingresos. Sin embargo, durante el período 2010-2012 se produjo un deterioro en ambas dimensiones de similar magnitud al de otros países europeos, pero más acusado que en destinos competidores como Turquía, Egipto, Túnez o Croacia, que, no obstante, aún mantienen una participación en el turismo mundial muy inferior a la de España³ (véase gráfico 1). La reducción de las cuotas españolas se había iniciado en 2003 como consecuencia de la incorporación de nuevos destinos turísticos y la mayor competencia en calidad y precios.

La evolución en los últimos años refleja el impacto de diversos factores. En relación con las llegadas de turistas a España, la concentración de los mercados emisores en la UE (británicos, franceses y alemanes acumularon un 55,6 % del total en 2013) hizo que el sector acusase especialmente la debilidad de la posición cíclica de la UE (véanse cuadro 1 y gráfico 2)⁴. Este impacto negativo, no obstante, se ha visto compensado por la tendencia reciente hacia una mayor diversificación geográfica del sector, en particular, hacia los países nórdicos y Rusia, lo que ha contribuido a la recuperación del turismo extranjero en España. En concreto, las llegadas de turistas procedentes de estas áreas crecieron a tasas cercanas al 10 % y al 40 %, respectivamente, durante el último cuatrienio y alcanzaron un 8 % y un 2,6 %, respectivamente, de las llegadas totales en 2013. El flujo de turistas procedentes de Asia también ha aumentado considerablemente en los últimos años (30 % anual en promedio en el último cuatrienio), si bien todavía tienen un peso reducido sobre el total de turistas extranjeros que llegan a España (1,9 % en 2013).

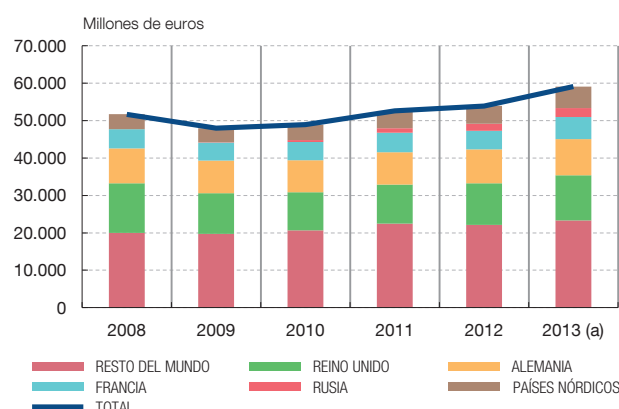
3 Para la selección de los mercados competidores se ha tenido en cuenta que sean destinos turísticos que ofrezcan productos de turismo vacacional concentrados en el segmento de «sol y playa», y que sean receptores de turistas de los principales mercados emisores de España.

4 En concreto, Reino Unido representó un 23,6 %, mientras que Alemania y Francia aglutinaron, respectivamente, un 16,2 % y un 15,7 % de las llegadas de turistas. Otros países o áreas de las que procede un número importante de turistas son Italia y Países Bajos.

LLEGADAS DE TURISTAS INTERNACIONALES



GASTO DE TURISTAS INTERNACIONALES



FUENTE: Instituto de Estudios Turísticos (Frontur).

a Datos provisionales.

Esta diversificación geográfica refleja algunos factores de naturaleza permanente, pero también es consecuencia del redireccionamiento hacia España de turistas provenientes de los países competidores del arco mediterráneo, debido a los episodios de inestabilidad sociopolítica iniciados en 2011⁵. Por ello, no puede descartarse que parte de estos flujos se revierta cuando la situación en estos países se normalice.

Desde el punto de vista del gasto que realizan los turistas en España, las estimaciones disponibles revelan que la recuperación del turismo en el último cuatrienio ha reflejado tanto el aumento de la renta de los países emisores de turismo hacia España como la mejora de los precios relativos frente a emisores y competidores [véase Álvarez *et al.* (2007)]. La diversificación geográfica del turismo extranjero también ha favorecido el crecimiento de los ingresos, gracias al alto poder adquisitivo de los visitantes procedentes de los mercados en expansión ya mencionados (países nórdicos y Rusia), que se traduce en un mayor gasto medio diario (véase gráfico 3). En todo caso, los mercados tradicionales continúan acumulando una proporción significativa del gasto, aunque inferior a la participación de los turistas.

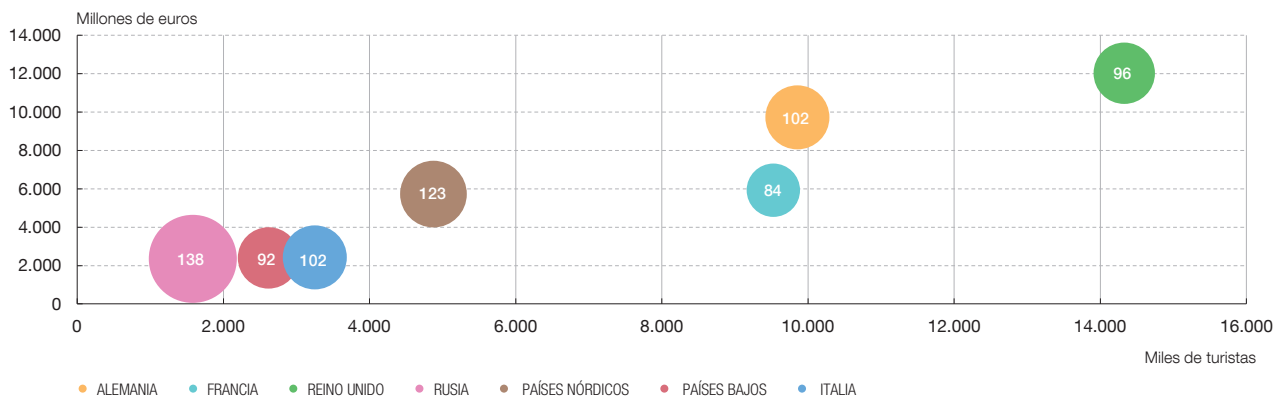
De cara al futuro, resulta previsible que prosiga la diversificación del turismo, en la medida en que las economías emergentes sigan avanzando en un proceso de convergencia económica que sustente una mayor pujanza de su demanda de servicios turísticos⁶. No obstante, la posición geográfica de España limita su capacidad para aprovechar la expansión de la demanda turística procedente de las economías emergentes asiáticas, que constituye una de las principales tendencias recientes del turismo mundial. En última instancia, el desarrollo futuro del turismo internacional hacia España deberá descansar, sobre todo, en la recuperación económica de la UE y en la mejor posición competitiva de las empresas, en un contexto de mejoras adicionales de costes y precios relativos y de la calidad de los servicios ofrecidos.

5 Según el Instituto de Estudios Turísticos, como consecuencia del retroceso del turismo hacia Egipto y Túnez, se produjo un incremento del flujo de turistas hacia España de entre 1,6 y 2,1 millones en 2011 (en torno al 50 % del aumento total en la llegada de turistas internacionales en dicho año). En el año 2013, poco después de que las llegadas de turistas a estos países comenzaran a reactivarse, se reavivó la inestabilidad geopolítica, sobre todo en Turquía y Egipto, lo que ocasionó un nuevo trasvase de turistas hacia España.

6 El gasto turístico constituye un bien «superior» o de lujo y, en consecuencia, tiene una elasticidad respecto a la renta superior a la unidad. A pesar del aumento de la propensión a viajar de la población mundial, asociada a la reducción de los costes de transporte, y del aumento de la competencia en el sector, ligado al desarrollo de nuevas tecnologías, no se observa que se haya modificado esta característica [Canova y Dallari (2013)].

PRINCIPALES MERCADOS EMISORES EN 2013 (a)
Número de turistas y gasto total (b)

GRÁFICO 3

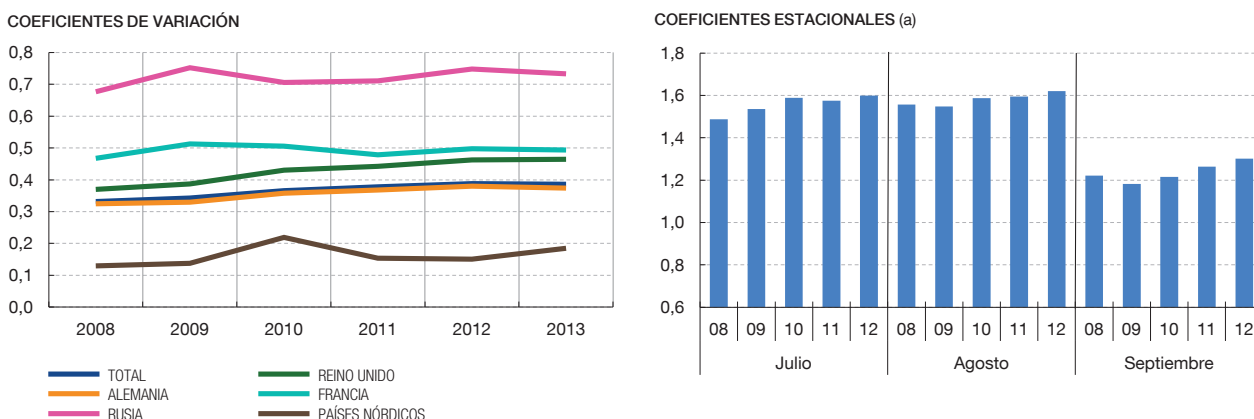


FUENTE: Instituto de Estudios Turísticos (Frontur y Egatur).

- a Datos provisionales.
- b El gasto medio diario se presenta en el interior de los círculos.

ESTACIONALIDAD EN LA LLEGADA DE TURISTAS EXTRANJEROS

GRÁFICO 4



FUENTE: Instituto de Estudios Turísticos (Frontur).

- a El coeficiente estacional es el cociente entre el dato mensual y la media móvil centrada de 12 meses [MMC (12) (calculada como el promedio de MM6 (12) y MM7 (12))].

Condicionantes de la evolución del turismo

Un rasgo distintivo del turismo en España, derivado de la dotación de recursos naturales, es su especialización en el segmento «sol y playa», siendo este un modelo que puede encontrarse con algunas limitaciones en su capacidad de crecimiento una vez que ha alcanzado un nivel de madurez. En este sentido, cabe mencionar la elevada estacionalidad y concentración geográfica de los flujos de turismo internacional que recibe la economía española, así como el hecho de que el gasto medio por turista sea relativamente reducido en comparación con otros segmentos turísticos. La concentración del turismo en los meses de verano (véase gráfico 4)⁷ conlleva una congestión en la utilización de las infraestructuras en los destinos costeros durante la época estival y un exceso de capacidad durante el resto del año, de difícil rentabilización.

⁷ El turismo procedente de nuestros mercados tradicionales y, sobre todo, de Rusia tiene un marcado perfil estacional, mientras que la afluencia de turistas procedentes de los países nórdicos se encuentra más diversificada a lo largo del año.

% sobre el total		Paquete turístico	Alojamiento hotelero	Vivienda propia y familiares	Alquilada	Otros	Llegadas vía aérea	Principales destinos
Total	2008	31,6	64,4	21,9	8,0	5,4	77,5	Cataluña: 25,0 Baleares: 17,6 Canarias: 16,3
	2013	30,1	64,4	19,3	10,4	5,9	80,4	Cataluña: 25,7 Baleares: 18,3 Canarias: 17,5
Reino Unido	2008	30,9	63,9	21,2	8,0	6,0	96,0	Baleares: 21,8 Canarias: 21,0 Andalucía: 19,0
	2013	35,7	63,2	19,3	13,5	4,1	96,8	Canarias: 25,1 Baleares: 23,3 Andalucía: 16,8
Alemania	2008	41,6	69,9	19,6	6,6	3,7	92,0	Baleares: 40,4 Canarias: 24,7 Cataluña: 13,6
	2013	43,1	68,0	16,6	9,6	5,9	93,4	Baleares: 41,0 Canarias: 25,4 Cataluña: 13,0
Francia	2008	16,0	52,3	24,7	6,9	13,1	29,0	Cataluña: 49,8 Andalucía: 9,7 Baleares: 4,5
	2013	10,6	51,0	25,8	9,7	13,4	32,1	Cataluña: 43,6 País Vasco: 10,1 Andalucía: 9,8
Países nórdicos	2008	49,3	73,4	16,7	7,0	3,0	95,4	Canarias: 36,4 Cataluña: 16,7 Baleares: 14,2
	2013	41,5	68,5	18,9	10,5	2,1	98,3	Canarias: 35,1 Baleares: 16,3 Cataluña: 16,3
Rusia (a)	2013	57,1	83,4	10,1	6,2	0,4	91,0	Cataluña: 61,8 Canarias: 12,2 Baleares: 8,4

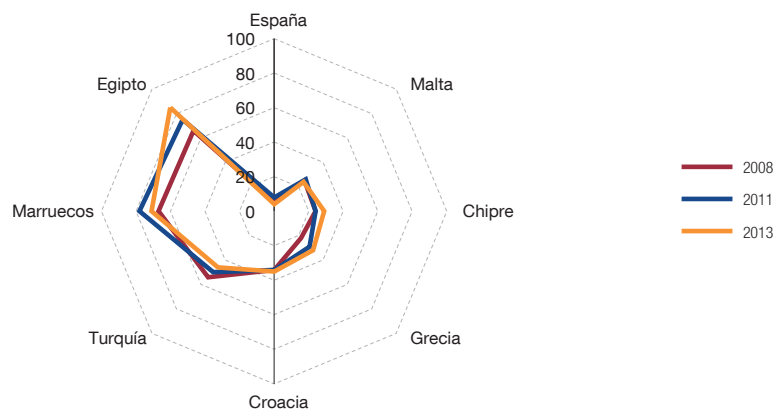
FUENTE: Instituto de Estudios Turísticos (Frontur).

a No se dispone de información para 2008.

En consonancia con el tipo de especialización reseñado, los viajes a España se realizan, fundamentalmente, por ocio (representaron un 86,6 % de las llegadas de turistas internacionales a España en 2013), con una tendencia creciente en el último trienio, en detrimento de los viajes de negocios, caracterizados por un mayor nivel de gasto, un perfil menos estacional y estancias más cortas. En relación con el tipo de alojamiento elegido, el hotelero concentra en torno al 64 % de las llegadas, mientras que, dentro del segmento no hotelero, la vivienda propia, de familiares o amigos es la más habitual. No obstante, desde 2010 se observa un desplazamiento hacia la vivienda alquilada⁸. En términos de gasto, el desembolso medio por persona es más elevado en el alojamiento no hotelero, a pesar de que su gasto medio diario es inferior, debido a las estancias más extensas de este tipo de turistas. Respecto a la forma de organización de los viajes, la tendencia a la realización de viajes sin contratar previamente un paquete turístico —que presentan un menor gasto medio— ha ido ganando terreno durante la última década (en 2013, un 70 % de los turistas

⁸ Para una descripción del perfil de los turistas detallada para los principales mercados de origen, véase cuadro 2.

POSICIÓN EN EL RANKING TRAVEL & TOURISM COMPETITIVENESS (a)



FUENTE: Foro Económico Mundial.

a Posiciones con respecto al ranking de 140 países. Una posición elevada en el ranking supone una peor valoración y, por lo tanto, una menor competitividad.

no contrataron paquete turístico). Este cambio está asociado al uso cada vez más intensivo de Internet y a la proliferación de las compañías aéreas de bajo coste.

Entre los factores determinantes del comportamiento del turismo se encuentra la evolución de la posición competitiva del sector. En este sentido, España está bien posicionada en las clasificaciones mundiales sobre calidad turística. Por ejemplo, según el índice *Travel & Tourism Competitiveness* del Foro Económico Mundial, se situó en el cuarto puesto del ranking mundial de competitividad turística en 2013, con una mejora respecto a años anteriores. El buen posicionamiento de España se sustenta en una favorable valoración de la mayor parte de los pilares considerados para la elaboración de este índice⁹, especialmente las infraestructuras turísticas y los recursos culturales, mientras que el atributo comparativamente peor valorado es la competitividad-precio (véase gráfico 5). No obstante, los cambios en las preferencias de los turistas hacia productos y servicios de mayor calidad sugerirían que el sector turístico español debería continuar avanzando en esta dirección. Por ejemplo, sería deseable una mejora de la oferta de alojamientos turísticos, sobre todo en los segmentos de más alta calidad. A este respecto, en lo que se refiere a los establecimientos hoteleros, se observa que desde el inicio de la crisis se ha producido un desplazamiento de la oferta hacia hoteles de mayor calidad¹⁰, lo que podría responder a una demanda creciente procedente de turistas con niveles de renta más elevados.

Conclusiones y perspectivas

El sector turístico está siendo un elemento clave en la recuperación de la economía española, por su aportación al PIB y al empleo y su contribución reciente a la corrección del desequilibrio externo. Según las previsiones de la Organización Mundial del Turismo, la llegada de turistas internacionales en todo el mundo crecerá en promedio alrededor de un 3 % en el período comprendido entre 2010 y 2030. El mayor crecimiento corresponderá a países emergentes de Asia, Oriente Medio y África, en detrimento de los destinos compa-

9 Los pilares considerados son Regulación y políticas, Sostenibilidad medioambiental, Seguridad, salud e higiene, Prioridad del sector, Infraestructura aérea, Infraestructura terrestre, Infraestructura turística, Infraestructura TIC, Competitividad en precios del sector turístico, Recursos humanos, Afinidad para el turismo, Recursos naturales y Recursos culturales.

10 En 2013, los hoteles de tres estrellas o superiores representaron un 76 % de las plazas ofertadas. Al mismo tiempo, se ha producido en los últimos años un incremento en el grado de ocupación hotelera en las categorías superiores, especialmente en los hoteles de cinco estrellas.

rativamente más tradicionales de Europa y América. Dada la orientación predominantemente regional del turismo, España no es un destino preferencial del procedente de mercados emergentes, si bien cabe esperar que, a medida que se amplíe el colectivo de individuos con una renta per cápita elevada, no solo se amplíe el número de potenciales turistas, sino también el de posibles destinos. Por otro lado, los turistas procedentes de estas áreas mantienen un gasto por turista superior a la media, que además presenta una correlación cíclica con la economía española menor que la de los mercados tradicionales.

En España, el turismo se encuentra altamente concentrado por país de procedencia, en la temporada estival y en determinadas áreas geográficas, siendo, por tanto, más vulnerable a la competencia de destinos con precios reducidos y menos masificados. En este sentido, el potencial de crecimiento del sector turístico en España vendrá determinado, más que por un aumento masivo en la llegada de turistas, por una mejora de la calidad que permita atraer nuevos segmentos con mayor capacidad de gasto, entre los que destacan el urbano y el de negocios, al tiempo que permita reducir la excesiva estacionalidad del sector. El desplazamiento reciente de la oferta turística hacia segmentos de mayor calidad parece orientarse en la dirección adecuada. Además, el contexto de ajuste de costes y precios actual mejora la posición competitiva de las empresas, que deberían poder fidelizar los flujos turísticos redireccionados desde los países inmersos en conflictos o afectados por las actuales incertidumbres geopolíticas.

14.4.2014.

BIBLIOGRAFÍA

- ÁLVAREZ, J., M. CAMACHO, G. PÉREZ-QUIRÓS y P. TELLO (2007). «Nuevo procedimiento de estimación de los ingresos por turismo y viajes en la balanza de pagos», *Boletín Económico*, abril, Banco de España, pp. 110-129.
- CANOVA, F., y P. DALLARI (2013). *How important is tourism for the international transmission of cyclical fluctuations? Evidence from the Mediterranean*, European Central Bank Working Paper, n.º 1553.
- MADISON MARKET RESEARCH (2013). *Medición del turismo de reuniones. Año 2012*.

Este artículo ha sido elaborado por Laura Hospido, de la Dirección General del Servicio de Estudios, y Gema Zamarro, del Dornsife CESR, University of Southern California.

Introducción

El crecimiento de la esperanza de vida de los europeos y sus implicaciones para el equilibrio financiero de los sistemas públicos de pensiones han llevado, en los últimos años, a varios Gobiernos en Europa a aprobar medidas para aumentar las edades de jubilación. El resultado de estas políticas dependerá de cómo respondan los individuos a los incentivos que incluyen. En este sentido, la mayoría de los estudios disponibles sobre los factores determinantes de las decisiones de jubilación de los individuos han destacado que estos reaccionan ante las variaciones en los requisitos necesarios para tener derecho a su propia pensión. Así, por ejemplo, de entre los muchos estudios sobre la importancia que tienen los incentivos proporcionados por el marco que regula el sistema de pensiones de la Seguridad Social para las decisiones de jubilación¹, la comparativa internacional contenida en los volúmenes editados por Gruber y Wise (1999, 2004) muestra que, para los trabajadores de mayor edad, existe una marcada correlación negativa entre la generosidad del régimen de pensiones anticipadas y la probabilidad de seguir trabajando. Asimismo, Coe y Zamarro (2011) encuentran que las edades oficiales de jubilación en Europa ayudan a predecir con bastante precisión el momento de la toma de dicha decisión por parte de los hombres. Sin embargo, todos estos trabajos consideran la jubilación como una decisión individual y suelen referirse solo al caso de los hombres.

Recientemente, sin embargo, ha surgido un nuevo grupo de trabajos que considera la jubilación como una decisión que no solo depende de la situación y condiciones del propio individuo sino que responde también a la situación concreta de su cónyuge². De hecho, la evidencia empírica muestra que existe una fracción significativa de individuos que se jubilan menos de un año después de la jubilación de su cónyuge, y que este resultado es independiente de la diferencia de edad entre ambos. Para este fenómeno se ha acuñado el nombre de «jubilación conjunta» (*joint retirement*).

Este artículo resume los resultados de un trabajo reciente de las mismas autoras³, que utiliza los datos de la Survey of Health, Ageing and Retirement in Europe (SHARE) para estudiar los determinantes de las decisiones de jubilación de individuos con cónyuge en Europa. En concreto, se estima, cuantitativamente, cómo responden los individuos a los cambios tanto en los requisitos necesarios para tener derecho a su propia pensión, como en los requisitos que determinan la jubilación de su cónyuge. La magnitud de dichas estimaciones apunta a la existencia de importantes vínculos entre las decisiones de jubilación de ambos cónyuges, cuya omisión podría llevar a sobrevalorar el impacto de los cambios normativos en los sistemas públicos de pensiones.

Los datos

El cuadro 1 muestra las edades legales de jubilación (anticipada y normal) para los años 2002, 2007 y 2011. Como puede verse, estas varían por país y, en ocasiones, por sexos,

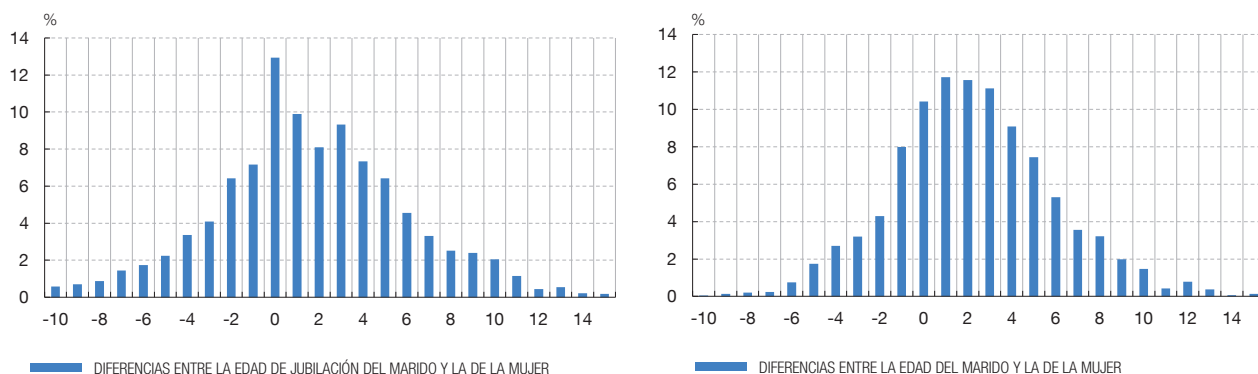
1 Véanse, por ejemplo, los resúmenes de Hurd (1990) o Lumsdaine y Mitchell (1999).

2 Véanse, entre otros, Ruhm (1996), Gustman y Steinmeier (2000, 2004, 2009), Blau y Gilleskie (2006), Coile (2004a, 2004b), Michaud (2003), Michaud y Vermeulen (2004), Banks, Blundell y Casanova (2010), Casanova (2010), Stancanelli y Van Soest (2012a, 2012b), Stancanelli (2012), o Honoré y De Paula (2013).

3 Hospido y Zamarro (2014).

DIFERENCIAS DE EDAD ENTRE CÓNYUGES

GRÁFICO 1



FUENTE: SHARE (2004-2005, 2006-2007 y 2010-2011).

EDADES DE JUBILACIÓN EN EUROPA

CUADRO 1

	Edad legal de jubilación: (anticipada) normal						Edad efectiva	
	2002		2007		2011		Hombres	Mujeres
	Hombres	Mujeres	Hombres	Mujeres	Hombres	Mujeres		
Alemania	(63) 65	(63) 65	(63) 65	(63) 65	(63) 67	(63) 67	60,0	59,0
Austria	(60) 65	(57) 60	(65) 65	(65) 65	(62) 65	(60) 65	57,0	55,0
Bélgica	(60) 65	(60) 65	(60) 65	(60) 65	(60) 65	(60) 65	57,0	56,0
Dinamarca	(65) 65	(65) 65	(65) 65	(65) 65	(67) 67	(67) 67	60,0	60,0
España	(60) 65	(60) 65	(60) 65	(60) 65	(61) 65	(61) 65	60,0	58,0
Francia	(57) 60	(57) 60	(60) 60	(60) 60	(56-60) 65	(56-60) 65	58,0	57,0
Grecia	(60) 65	(55) 60	(55) 65	(55) 65	(55) 65	(55) 65	59,0	57,0
Holanda	(60) 65	(60) 65	(60) 65	(60) 65	(65) 65	(65) 65	59,0	58,0
Italia	(57) 65	(57) 65	(60) 65	(60) 60	(61) 65	(60) 60	56,0	56,0
Polonia	—	—	(65) 65	(60) 60	(65) 65	(60) 60	56,0	55,0
Rep. Checa	—	—	(60) 63	(56-60) 59-63	(60) 65	(59-60) 62-65	60,0	56,0
Suecia	(61) 65	(61) 65	(61) 65	(61) 65	(61) 65	(61) 65	61,0	61,0
Suiza	(63) 65	(62) 64	(63) 65	(62) 64	(63) 65	(62) 64	60,0	60,0

FUENTES: Edades legales de jubilación: 2002, Natali (2004), OCDE (2003), Fundación Bertelsmann, Sundén (2004), Preesman (2006), y OCDE (2005); 2007, OCDE (2007); 2011, OCDE (2011). Edades efectivas: SHARE (2004-2005, 2006-2007 y 2010-2011).

hasta en 10 años de diferencia. También se puede observar que, para varios países, han ido aumentando en el tiempo. Además, la edad efectiva de jubilación es inferior a la edad legal normal en todos los casos. Por último, se observa que en la mayoría de los países las mujeres se jubilan uno o dos años antes que los hombres.

La SHARE es una encuesta longitudinal sobre salud, economía y condiciones sociales de la población mayor de 50 años de Europa, que incluye información que permite aproximar sus edades efectivas de jubilación. SHARE se realizó por primera vez en 2004 en 11 países (Dinamarca, Suecia, Alemania, Austria, Bélgica, Francia, Holanda, Suiza, España, Grecia e Italia), pero más países se unieron luego al proyecto. Actualmente, están disponibles los datos de cuatro olas (2004/2005, 2006/2007, 2008/2009

	Sexos		Diferencia
	Hombres	Mujeres	
Edad	60,04 (3,79)	58,38 (3,62)	1,66***
Mayor que la edad legal de jubilación anticipada	0,33	0,22	0,11***
Mayor que la edad legal de jubilación normal	0,11	0,07	0,04***
Inactivo	0,29	0,25	0,04***
Jubilado	0,25	0,17	0,08***
Mala salud	0,15	0,17	-0,02
Nivel bajo de educación	0,25	0,26	-0,01
Nivel medio de educación	0,39	0,37	0,02**
Nivel alto de educación	0,35	0,36	-0,01
Indicador de hijos	0,94		
Indicador de nietos	0,59		

FUENTE: SHARE (2004-2005, 2006-2007 y 2010-2011).

a 3.058 observaciones para hombres y 3.058 observaciones para mujeres. Desviaciones estándar para variables no binarias en paréntesis. Diferencia significativa al nivel de confianza del * 10 %, ** 5 %, y *** 1 %.

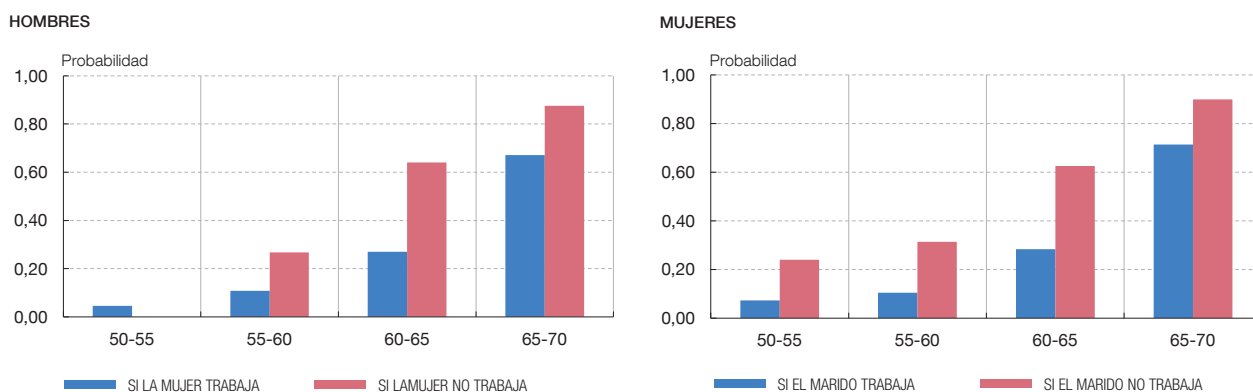
y 2010/2011⁴). Para los objetivos de este artículo, se ha seleccionado una muestra de esta encuesta, compuesta por hogares que en la primera o en la segunda ola cuentan con, al menos, uno de los cónyuges empleado y que permanecen en la ola siguiente. Para estos individuos, se considera que se ha producido una jubilación cuando se observa una transición desde la situación de empleado a la de inactivo (ya sea como jubilado, desempleado, incapacitado permanente o ama de casa⁵). De esta manera, un 29 % de los hombres incluidos en la muestra se habrían jubilado en el período considerado, frente a un 25 % de las mujeres (véase cuadro 2). Si se calculan esos porcentajes por intervalos de edad y estatus laboral de la pareja, se obtiene que, para ambos sexos y cualquier edad, la probabilidad de estar jubilado es siempre mayor cuando el cónyuge también ha dejado de trabajar (véase gráfico 2).

La jubilación conjunta

La decisión de jubilarse depende de las normas del sistema de pensiones y de características individuales tales como la edad, la salud, el nivel educativo, o la composición del hogar. Para medir los determinantes de la transición a la jubilación, sin embargo, deberá tenerse en cuenta que puede haber otros factores que condicionen las decisiones de ambos miembros de la pareja. Una aproximación habitual para identificar la presencia de tales factores es analizar episodios en los que se producen cambios drásticos en los incentivos a la jubilación, como que se haya alcanzado el umbral marcado por la edad legal de jubilación (normal y/o anticipada). Así, por ejemplo, el posible efecto que sobre la probabilidad de jubilación podría tener el hecho de que el cónyuge ya no trabajara puede identificarse en dos pasos: primero, se verifica que aquellos individuos que han rebasado

4 La tercera ola recoge información retrospectiva sobre eventos en la vida de los encuestados y no contiene las mismas variables que los restantes cuestionarios, por lo que no se utilizó en el análisis.

5 En la muestra objeto del estudio, un 4 % de las mujeres reportan salidas del mercado de trabajo para ser amas de casa. Solo un 0,4 % de los hombres reportan dicha transición. Las transiciones desde la situación de empleado a desempleado o incapacitado son menores y no hay diferencias por sexos. Para no perder estas observaciones, el análisis se centra en salidas a la inactividad. En cualquier caso, en la aplicación empírica también se consideró como variable dependiente únicamente aquellas transiciones desde la situación de empleado a la de jubilado, y los resultados son coherentes con esa definición alterativa.



FUENTE: SHARE (2004-2005, 2006-2007 y 2010-2011).

a 3.058 observaciones para hombres y 3.058 observaciones para mujeres.

las edades legales de jubilación tienen efectivamente una probabilidad mayor de haber salido del mercado de trabajo; en segundo lugar, se analiza si aquellas personas cuyos cónyuges ya se han jubilado incentivados por superar esos umbrales son también más propensas a estar jubiladas⁶.

Las dos primeras columnas del cuadro 3 presentan las estimaciones del impacto de rebasar las edades legales de jubilación sobre la probabilidad de salir del mercado de trabajo, cuando se calculan para hombres y mujeres por separado⁷. Los resultados muestran que superar la edad oficial de jubilación anticipada aumenta la probabilidad de jubilarse en 6 puntos porcentuales (pp) para los hombres, mientras que para las mujeres el efecto no es significativamente distinto de cero. En el caso de la edad legal de jubilación normal, el efecto estimado es mayor (24 pp para los hombres y 18 pp para las mujeres).

Las dos columnas siguientes del cuadro 3 presentan estimaciones análogas a las anteriores, pero teniendo en cuenta que las ecuaciones pueden omitir, por inobservable, algún factor o característica relevante y que esas características pueden afectar de manera no independiente a ambos. Los resultados son similares a los anteriores, aunque la magnitud de los efectos en el caso de superar la edad normal de jubilación cae sustancialmente y se aproxima entre sexos (para los hombres pasa de 24 pp a 16 pp, y para las mujeres de 18 pp a 14 pp).

El resultado principal del artículo se muestra en las dos últimas columnas del cuadro 3, donde en la estimación se permite, explícitamente, que la jubilación de un cónyuge pueda afectar directamente a la decisión sobre la salida del mercado de trabajo de su pareja. Las estimaciones muestran que aquellos hombres que tienen cónyuges que se han jubilado no son significativamente más propensos a dejar de trabajar, y el efecto estimado en este caso es pequeño y no significativamente distinto de cero. Para las mujeres,

6 En la práctica, el estudio estima un modelo *probit bivariante* conjuntamente en un solo paso. Esa aproximación es más eficiente y permite tener en cuenta la posible correlación entre características inobservables de los dos miembros de la pareja. Para mayor detalle sobre las estimaciones, véase Hospidio y Zamarro (2014).

7 Las estimaciones se obtienen de modelos *probit univariantes* o *bivariantes*, según se excluyan o no los vínculos entre ambos cónyuges.

	Efecto sobre la probabilidad de jubilación					
	Modelo individual		Modelo conjunto		Modelo bivalente	
	Hombres	Mujeres	Hombres	Mujeres	Hombres	Mujeres
Edad propia mayor que la edad legal de jubilación anticipada	0,06** (0,03)	0,00 (0,03)	0,05** (0,02)	-0,00 (0,02)	0,05** (0,02)	-0,01 (0,02)
Edad propia mayor que la edad legal de jubilación normal	0,24*** (0,05)	0,18*** (0,03)	0,16*** (0,03)	0,14*** (0,03)	0,17*** (0,03)	0,12*** (0,03)
Pareja no trabaja					0,03 (0,09)	0,21*** (0,06)
Correlación entre inobservables			0,36 (0,04)		0,30 (0,23)	-0,19 (0,19)
Test de correlación = 0			82,13 [0,00]		1,55 [0,21]	0,99 [0,32]

FUENTE: SHARE (2004-2005, 2006-2007 y 2010-2011).

a 3.058 observaciones para hombres y 3.058 observaciones para mujeres. Errores estándar agrupados por individuo en paréntesis y p-valores en corchetes. Efecto marginal significativamente distinto de cero con un nivel de confianza del * 10 %, ** 5 % y *** 1 %, respectivamente. Variables incluidas en las especificaciones, pero omitidas de la tabla: edad, diferencia de edad entre los cónyuges, nivel educativo de ambos miembros de la pareja, estado de salud de cada cónyuge retardado un periodo, variables indicador de hijos, de nietos, de país y de ola de la encuesta.

sin embargo, se encuentra que aquellas cuyos cónyuges se han jubilado tienen una probabilidad de pasar a la inactividad 21 pp mayor (prácticamente el doble que el efecto de superar la edad legal de jubilación normal).

Con el fin de obtener evidencia adicional sobre la relevancia de este fenómeno de la jubilación conjunta, el cuadro 4 compara los resultados para dos grupos de países distintos: aquellos en los que la diferencia entre las tasas de actividad de hombres y mujeres es pequeña (Alemania, Bélgica, Dinamarca, Francia, Polonia y Suecia), y aquellos en los que esta brecha supera la media de todos ellos (Austria, Grecia, España, Holanda, Italia, República Checa y Suiza). De nuevo, el efecto estimado para los hombres no es significativamente distinto de cero en ninguno de los dos grupos. Pero en el caso de las mujeres, se obtiene que el aumento en la probabilidad de salida a la inactividad, cuando el cónyuge ya no trabaja, es debido enteramente a los países del primer grupo; esto es, aquellos en los que las tasas de participación en el mercado de trabajo son similares para ambos sexos. Para las mujeres del segundo grupo, sin embargo, la propensión a dejar de trabajar no parece verse influenciada por las decisiones laborales de sus maridos⁸.

Comentarios finales

La evidencia presentada en este artículo sugiere que un factor relevante para la decisión de jubilación de un individuo, y por tanto un elemento que se debe tener en cuenta en cualquier reforma del sistema de pensiones, es la decisión de jubilación adoptada por su cónyuge. La creciente participación de las mujeres en el mercado laboral, para las que la decisión de jubilación de sus cónyuges resulta ser más determinante, incrementa la im-

⁸ En este punto es importante notar que la muestra utilizada de parejas trabajadoras en algunos países puede no ser representativa del total de la población de más de 50 años, especialmente para las mujeres. Esto se debe a que una proporción sustancial de las mujeres en países como los del sur de Europa no han tenido nunca un trabajo remunerado, o —aun en el caso de haber tenido algún empleo— lo dejaron antes de cumplir 50 años. Estas interrupciones tempranas no están relacionadas con las decisiones de jubilación y por tanto están excluidas del análisis.

	Efecto sobre la probabilidad de jubilación			
	Modelo bivariante Grupo 1		Modelo bivariante Grupo 2	
	Hombres	Mujeres	Hombres	Mujeres
Edad propia mayor que la edad legal de jubilación anticipada	0,03 (0,03)	-0,01 (0,03)	0,07** (0,04)	-0,04 (0,04)
Edad propia mayor que la edad legal de jubilación normal	0,15*** (0,05)	0,09** (0,04)	0,21*** (0,05)	0,16** (0,06)
Pareja no trabaja	0,01 (0,08)	0,28*** (0,05)	-0,12 (0,13)	0,11 (0,17)
Correlación entre inobservables	0,37 (0,19)	-0,41 (0,17)	0,64 (0,28)	0,12 (0,44)
Test de correlación = 0	2,97 [0,08]	4,35 [0,04]	2,57 [0,11]	0,07 [0,79]

FUENTE: SHARE (2004-2005, 2006-2007 y 2010-2011).

a 2.040 observaciones para hombres y mujeres del Grupo 1 (Alemania, Bélgica, Dinamarca, Francia, Polonia y Suecia), y 1.018 observaciones para hombres y mujeres del Grupo 2 (Austria, Grecia, España, Holanda, Italia, República Checa y Suiza). Errores estándar agrupados por individuo en paréntesis y p-valores en corchetes. Efecto marginal significativamente distinto de cero con un nivel de confianza del * 10 %, ** 5 % y *** 1 %, respectivamente. Variables incluidas en las especificaciones, pero omitidas de la tabla: edad, diferencia de edad entre los cónyuges, nivel educativo de ambos miembros de la pareja, estado de salud de cada cónyuge retardado un período, variables indicador de hijos, de nietos, de país y de ola de la encuesta.

portancia cuantitativa de este fenómeno de la jubilación conjunta, que, por tanto, debe ser tomada en cuenta a la hora de analizar los modelos alternativos de los sistemas de pensiones y sus reformas.

1.4.2014.

BIBLIOGRAFÍA

- BANKS, J., R. BLUNDELL y M. CASANOVA (2010). «The dynamics of retirement behavior in couples: Reduced-form evidence from England and the US», http://www.econ.ucla.edu/casanova/Files/Main_ELSA_HRS.pdf.
- BLAU, D., y D. GILLESKIE (2006). «Health insurance and retirement of married couples», *Journal of Applied Econometrics*, 21 (7), pp. 935-953.
- CASANOVA, M. (2010). «Happy Together: A Structural Model of Couples. Joint Retirement Choices», http://www.econ.ucla.edu/casanova/Files/Casanova_joint_ret.pdf.
- COE, N., y G. ZAMARRO (2011). «Retirement effects on health in Europe», *Journal of Health Economics*, 30 (1), pp. 77-86.
- COILE, C. (2004a). «Retirement incentives and couple.s retirement decisions», *Topics in Economics analysis and Policy*, 4 (1), article 17.
- (2004b). *Health shocks and couple.s labor supply decisions*, NBER Working Paper 10810, <http://www.nber.org/papers/w10810>.
- GUSTMAN A., y T. STEINMEIER (2000). «Retirement in dual-career Families: A structural Model», *Journal of Labor Economics*, 18 (3), pp. 503-545.
- (2004). «Social Security, Pensions and Retirement Behaviour with the Family», *Journal of Applied Econometrics*, 19, 723-737.
- (2009). *Integrating Retirement Models*, NBER Working Paper 15607, <http://www.nber.org/papers/w15607>.
- GRUBER, J., y D. WISE (1999, 2004). *Social Security Programs and Retirement around the World*, University of Chicago Press, Chicago.
- HONORÉ, B., y A. DE PAULA (2013). «Interdependent durations in joint retirement», *cemmap Working Paper-CWP05/13*, <http://www.cemmap.ac.uk/cemmap/publication/id/6632>.
- HOSPIDO, L., y G. ZAMARRO (2014). «Retirement patterns of couples in Europe», IZA DP 7926, <http://ftp.iza.org/dp7926.pdf>. *IZA Journal of European Labor Studies*.
- HURD, M. D. (1990). «Research on the Elderly: Economic Status, Retirement, and Consumption and Savings», *Journal of Economic Literature*, 28, pp. 565-637.
- LUMSDAINE, R. L., y O. S. MITCHELL (1999). «New Developments in the Economic Analysis of Retirement», in O. Ashenfelter and D. Card, eds., *Handbook of Labor Economics*, 3C, Amsterdam, North Holland, pp. 3261-3307.

- MICHAUD, P. (2003). «Joint labor supply dynamics of older couples», IZA DP 832, <http://ftp.iza.org/dp832.pdf>.
- MICHAUD, P., y F. VERMEULEN (2004). «A collective Retirement Model: Identification and Estimation in the Presence of Externalities», IZA DP 1294, <http://ftp.iza.org/dp1294.pdf>.
- NATALI, D. (2004). *The Pension System Observatoire Social Européen Research Project: La methode ouverte de coordination (moc) en matiere des pensions et de l'integration europeenne*. Service Public Fédéral Sécurité Sociale.
- OCDE (2003). *Economic Survey of Austria*, chapter 3: «Pensions», <http://www.oecd.org/dataoecd/5/16/27424371.pdf>
- (2005). *OECD Pensions at a Glance 2005: Public Policies across OECD Countries*, OECD Publishing, http://www.oecd-ilibrary.org/nance-and-investment/oecd-pensions-at-a-glance-2005_pension_glance-2005-en
- (2007). *Pensions at a Glance 2007: Public Policies across OECD Countries*, OECD Publishing, http://www.oecd-ilibrary.org/nance-and-investment/oecd-pensions-at-a-glance-2007_pension_glance-2007-en
- (2011). *Pensions at a Glance 2011: Retirement-income Systems in OECD and G20 Countries*, OECD Publishing, http://www.oecd-ilibrary.org/nance-and-investment/pensions-at-a-glance-2011_pension_glance-2011-en
- PREESMAN, L. (2006). *Dutch to Abolish Civil Service Retirement Age*, IPE International Publishers Ltd. Netherlands, June 28.
- RUHM, C. J. (1996). «Do pensions increase the labor supply of older men?», *Journal of Public Economics*, 59 (2), pp. 157-175.
- STANCANELLI, E. (2012). «Spouses. Retirement and Hours Outcomes: Evidence from Twofold Regression Discontinuity with Differences-in-Differences», IZA DP 6791, <http://ftp.iza.org/dp6791.pdf>.
- STANCANELLI, E. y A. VAN SOEST (2012a). «Retirement and Home Production: A Regression Discontinuity Approach», *American Economic Review*, 102 (3), 600-605.
- (2012b). «Joint Leisure Before and After Retirement: A Double Regression Discontinuity Approach», IZA DP 6698, <http://ftp.iza.org/dp6698.pdf>.
- SUNDÉN, A. (2004). «The Future of Retirement in Sweden», PRC WP 2004-16. Pension Research Council Working Paper. Pension Research Council, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.201.9427&rep=rep1&type=pdf>
- THE BERTELSMANN FOUNDATION. International Reform Monitor, Country info, http://www.bertelsmann-stiftung.de/cps/rde/xchg/SID-465C2575-83F7BF1C/bst_engl/hs.xsl/54224_104034.htm

Este artículo ha sido elaborado por Cristina Fernández y Pilar García, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

La actividad del área del euro comenzó a recuperarse en el segundo trimestre de 2013, tras seis trimestres consecutivos de contracción. Desde entonces, la recuperación —que mantiene un carácter moderado— ha ido afirmándose progresivamente y extendiéndose por países. En este contexto, el empleo interrumpió su deterioro a lo largo del año, aunque no con el vigor necesario para que se registrara un crecimiento neto de aquel en el conjunto del período. Según las encuestas de población activa (EPA) de los países miembros, el empleo se redujo un 0,8% en promedio de 2013, ritmo similar al registrado en el año anterior, pero con signos claros de cambio de tendencia a medida que avanzaba el año (véase gráfico 1). Por su parte, la tasa de paro, tras alcanzar el máximo cíclico en los primeros meses del año, se situó en el 12% en el cuarto trimestre.

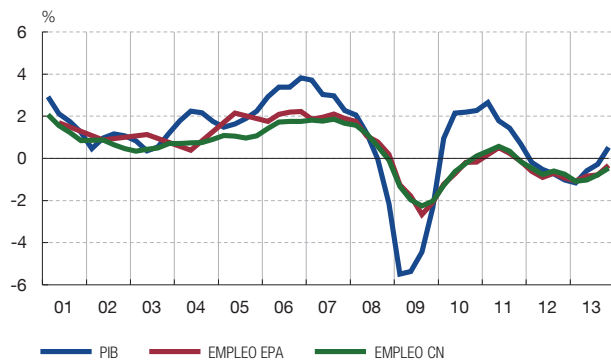
Este artículo analiza la evolución del empleo, de la población activa y del desempleo en el área del euro durante el año 2013, prestando especial atención a los segmentos de población que han registrado un comportamiento diferencial. Para ello se utiliza la información que distribuye la Comisión Europea a partir de los datos recopilados en las EPA elaboradas trimestralmente por los institutos nacionales de estadística de los países que forman el área del euro.

El empleo

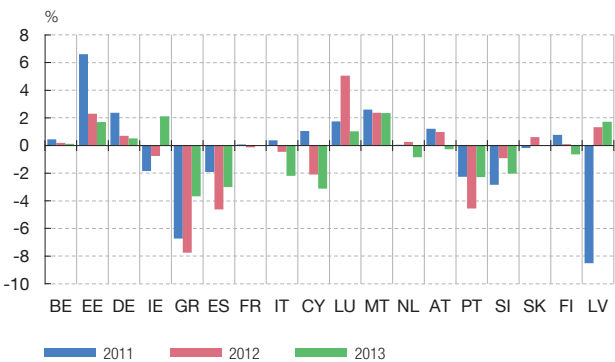
En el segundo trimestre de 2013 se produjo un cambio de tendencia en la evolución del mercado de trabajo, de tal forma que, aunque en el promedio del año el empleo se redujo, desde la primavera, en términos desestacionalizados, se crearon cerca de 1,5 millones de empleos nuevos en el agregado de la UEM, tras haberse perdido más de 6 millones de puestos de trabajo netos desde el comienzo de la crisis en 2008. En términos de la tasa interanual, esta se situó en el -0,3% en el cuarto trimestre. Así, la tasa de ocupación se situó, en promedio de 2013, en el 63,5%, 2,5 puntos porcentuales (pp) por debajo del máximo registrado en 2008, por lo que aumentó la brecha para alcanzar el objetivo del 70% fijado en la estrategia Europa 2020, aunque con diferencias muy significativas por países (véase cuadro 1).

El empleo asalariado retrocedió a un ritmo ligeramente inferior al del conjunto de los ocupados, mientras que el empleo por cuenta propia aceleró su senda de retroceso, reflejo, en parte, de los obstáculos existentes para potenciar la iniciativa empresarial en un contexto en el que la incertidumbre es todavía muy alta y persisten las dificultades de acceso a la financiación, como recoge la Encuesta sobre las Condiciones de Acceso a la Financiación de las Pymes en el Área del Euro (ECAFE). La ratio de temporalidad, que a lo largo de la crisis se redujo en torno a 1,5 pp, se estabilizó en el 15,3% en el promedio del año, ya que a partir de la segunda mitad del año el empleo temporal empezó a crecer, mientras que el empleo indefinido siguió destruyéndose a tasas todavía elevadas (-0,6% en el cuarto trimestre). Atendiendo a la duración de la jornada laboral, el ajuste volvió a recaer sobre los trabajadores a tiempo completo, que retrocedieron en promedio un 1,6% en el conjunto del ejercicio, una décima más que en el año anterior. En cambio, el empleo a tiempo parcial continuó creciendo, de tal forma que la ratio de parcialidad avanzó de nuevo, situándose en el promedio de 2013 en el 21,5%, seis décimas por encima del nivel registrado en el ejercicio anterior.

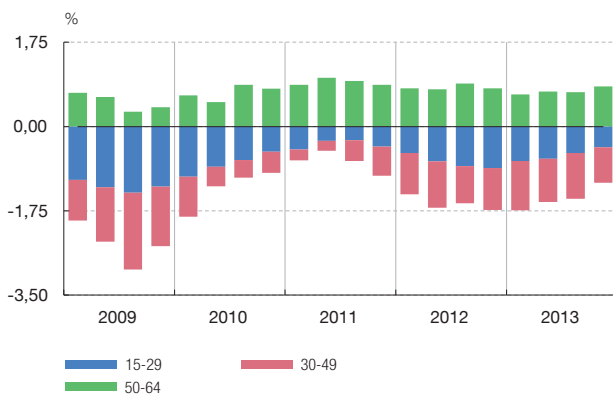
EMPLEO Y PIB
Tasas de variación interanual



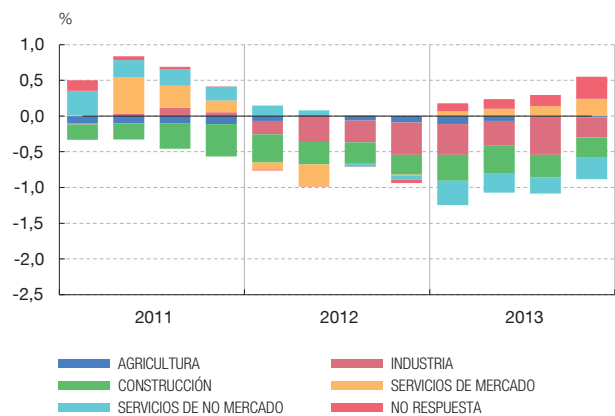
EMPLEO POR PAÍSES
Tasa de crecimiento interanual



CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL EMPLEO: POR GRUPOS DE EDAD



CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL EMPLEO: POR SECTORES DE ACTIVIDAD



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

La caída del empleo afectó a todos los sectores, con la excepción de los servicios de mercado (véase el panel inferior derecho del gráfico 1). La construcción y la industria registraron los mayores retrocesos, sin que el perfil trimestral reflejase aún síntomas de mejoría, especialmente en el sector de la construcción, donde la caída del empleo alcanzó un 4,8 % en el promedio del año. Por otro lado, las medidas de consolidación fiscal afectaron con especial fuerza al empleo en el sector público y el retroceso del empleo en los servicios de no mercado iniciado en la segunda parte de 2012 se intensificó en 2013. Sin embargo, en los servicios de mercado se crearon 180.000 puestos de trabajo netos en el transcurso del año, consolidándose la tendencia de recuperación iniciada en 2011.

Durante el transcurso de 2013 se acentuaron los cambios en la composición del empleo que han caracterizado la Gran Recesión, destacando un comportamiento más favorable del empleo femenino, de la cohorte de población de edad más avanzada y de los trabajadores con estudios universitarios, mientras que el grueso del ajuste recayó en mayor medida sobre los jóvenes, los hombres y los trabajadores con cualificación baja. En efecto, la destrucción del empleo continuó afectando a los varones, con una caída del 0,7 % en el cuarto trimestre de 2013, mientras que el empleo femenino detuvo el retroceso en la última parte del año. Por grupos de edad, el empleo juvenil siguió contrayéndose con fuerza, alcanzando un -2,4 % en el cuarto trimestre de 2013 (véase el panel inferior izquierdo del gráfico 1). En el grupo central de edades, que es el más numeroso, no se aprecian todavía síntomas de recuperación, mientras que la creación de empleo neto siguió centrándose

EVOLUCIÓN DEL EMPLEO SEGÚN LA EPA-UE
Tasas de variación interanual

CUADRO 1

	2011	2012	2013	2011		2012				2013			
				III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
OCUPADOS	0,3	-0,8	-0,8	0,3	-0,1	-0,6	-0,9	-0,7	-1,0	-1,1	-0,9	-0,8	-0,3
Por género													
Varones	-0,2	-1,3	-1,2	-0,1	-0,6	-1,1	-1,4	-1,1	-1,4	-1,6	-1,1	-1,3	-0,7
Mujeres	0,6	-0,2	-0,3	0,7	0,4	0,0	-0,3	-0,2	-0,4	-0,4	-0,5	-0,2	0,0
Por edad													
15-29 años	-1,9	-3,9	-3,2	-1,4	-2,2	-2,9	-3,8	-4,2	-4,5	-3,8	-3,6	-3,0	-2,4
30-49 años	-0,7	-1,6	-1,7	-0,8	-1,1	-1,6	-1,8	-1,4	-1,6	-1,9	-1,7	-1,8	-1,4
50-64 años	3,6	3,1	2,7	3,7	3,4	3,0	2,9	3,4	3,0	2,5	2,7	2,6	3,0
Por nivel educativo													
Estudios bajos	-2,5	-2,7	-4,2	-2,5	-2,7	-2,7	-2,7	-2,4	-3,0	-3,6	-4,0	-4,9	-4,2
Estudios medios	0,4	-0,1	0,4	0,3	0,1	0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,3	0,4	0,3	0,6
Estudios altos	3,0	3,1	2,7	3,4	3,3	3,0	3,4	3,2	3,0	2,6	2,8	3,1	2,3
Por nacionalidad (a)													
Comunitarios	0,2	-0,8	-0,7	0,3	-0,1	-0,6	-0,8	-0,7	-0,9	-1,0	-0,9	-0,7	-0,1
Extracomunitarios	0,2	-1,2	-2,3	-1,4	-0,5	-0,6	-3,1	-0,3	-0,9	-2,1	0,1	-3,4	-3,9
Por ramas de actividad													
Agricultura	-3,2	-1,6	-1,6	-3,0	-3,3	-2,1	0,4	-2,0	-2,8	-3,6	-2,1	-0,3	-0,6
Industria	0,3	-2,0	-2,5	0,7	0,3	-1,2	-2,3	-1,9	-2,8	-2,7	-2,2	-3,3	-1,8
Construcción	-4,1	-4,4	-4,8	-4,7	-6,0	-5,3	-4,3	-4,2	-3,9	-5,2	-5,6	-4,5	-4,0
Servicios	0,7	-0,1	-0,2	0,8	0,5	0,1	-0,3	0,0	-0,1	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1
De mercado (b)	0,6	-0,3	0,3	0,8	0,4	-0,2	-0,8	0,0	0,0	0,2	0,3	0,3	0,6
De no mercado (b)	0,8	0,1	-0,9	0,8	0,6	0,5	0,2	-0,1	-0,2	-1,1	-0,9	-0,7	-1,0
ASALARIADOS	0,5	-0,8	-0,7	0,6	0,2	-0,5	-0,8	-0,8	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,3
Por duración del contrato													
Indefinidos	0,1	-0,1	-0,7	0,3	-0,1	-0,2	-0,1	0,1	-0,1	-0,6	-0,7	-1,1	-0,6
Temporales	1,5	-4,2	-0,3	1,5	1,0	-2,3	-4,2	-4,7	-5,6	-2,4	-1,1	1,4	1,0
Por duración de la jornada													
Jornada completa	-0,4	-1,5	-1,6	-0,2	-0,8	-1,2	-1,6	-1,5	-1,7	-2,0	-1,7	-1,6	-1,1
Jornada parcial	2,4	2,0	2,3	2,1	2,6	1,8	1,9	2,4	2,0	2,5	2,4	2,1	2,4
AUTÓNOMOS	-0,6	-0,5	-1,1	-1,1	-1,5	-0,9	-0,8	0,1	-0,3	-1,9	-1,0	-1,1	-0,2
PRO MEMORIA: UEM													
Niveles, en %													
Tasa de empleo (de 16 a 64 años)	64,2	63,8	63,5	64,5	64,2	63,4	64,0	64,1	63,7	62,9	63,6	63,9	63,7
Ratio de asalariación	84,8	84,8	84,9	84,9	85,0	84,7	84,7	84,8	85,0	84,9	84,8	84,9	85,0
Ratio de temporalidad (c)	15,7	15,2	15,2	16,1	15,8	14,9	15,3	15,5	15,0	14,6	15,2	15,8	15,2
Ratio de parcialidad (d)	20,3	20,9	21,5	20,0	20,5	20,9	20,9	20,6	21,1	21,6	21,6	21,2	21,6

FUENTES: Eurostat y Banco de España.

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

b Los servicios de mercado comprenden las actividades de Comercio, Transporte y almacenamiento, Hostelería, Información y comunicaciones, Actividades financieras y de seguros, Actividades inmobiliarias, Actividades profesionales, científicas y técnicas, y Actividades administrativas y servicios auxiliares de mercado. Los servicios de no mercado comprenden el resto de servicios.

c En porcentaje de asalariados.

d En porcentaje de ocupados.

entre los mayores, creciendo un 3% en el cuarto trimestre de 2013, la misma tasa que un año antes, siendo esta una característica específica de esta recesión, que contrasta con lo que ocurría en crisis anteriores y con lo que se observa en otras economías avanzadas, como la americana. Las reformas llevadas a cabo en algunas economías dirigidas a fomentar y apoyar la vuelta al trabajo de los mayores y las medidas adoptadas

recientemente encaminadas a prolongar la edad efectiva de jubilación, ante las presiones del rápido envejecimiento de la población, ayudan a explicar el aumento que se está produciendo en las tasas de ocupación de este colectivo. Atendiendo al nivel educativo, se intensificó la pérdida de empleos con cualificaciones bajas (-4,2 % en promedio del año) y se mantuvo el dinamismo en la generación de empleos con estudios universitarios (2,7 %). Por su parte, empezó a crearse empleo entre la población con estudios medios (0,4 %).

Con respecto a la nacionalidad, el retroceso del empleo afectó tanto a los trabajadores comunitarios como a los extracomunitarios, aunque, en línea con lo que ocurrió el año anterior, con mayor intensidad en el caso de los segundos.

Finalmente, por países, la contracción del empleo siguió estando concentrada en Grecia, España y Portugal, aunque a un ritmo más lento que el del año anterior, y se intensificó en Chipre, Eslovenia e Italia, país este último que hasta el momento había mostrado una mayor resistencia a realizar ajustes de plantilla, a pesar de la intensidad con la que está afectando la crisis a esta economía. Por su parte, el crecimiento del empleo perdió fuerza respecto al año anterior en Alemania y en Austria, que son de las pocas economías que han logrado crear empleo neto durante la Gran Recesión. Por último, en Irlanda, tras la intensidad de los ajustes llevados a cabo, el empleo creció un 2 % (véase el panel superior derecho del gráfico 1).

La población activa

La población activa se redujo un 0,2 % en el cuarto trimestre de 2013, a pesar de que la tasa de actividad volvió a avanzar, aunque de forma más moderada que en el año anterior, hasta el 72,3 % (véase cuadro 2). Así, el ajuste de la población activa se debió fundamentalmente a un proceso demográfico: la contracción de la población de entre 16 y 64 años (-0,3 %), que fue más intensa entre los extracomunitarios (-1,9 %) que entre los comunitarios (-0,2 %).

Por género, la tasa de actividad siguió direcciones opuestas para varones y mujeres. Así, la tasa de actividad femenina continuó avanzando, hasta situarse a finales del año en un 66,5 %, 2,4 pp por encima de la registrada a comienzos de la crisis; mientras que en el caso de los varones volvió a retroceder, aunque de forma muy moderada, hasta un 78,2 %, tras el leve repunte registrado en promedio en 2012 (véase el panel derecho del gráfico 2).

Atendiendo al desglose por nacionalidad, el retroceso registrado en la tasa de actividad de la población extracomunitaria (1,4 pp), hasta situarse en un 67,4 % a finales de 2013, se vio compensado por el ligero avance de la tasa de actividad de la población comunitaria, que alcanzó en el último trimestre del año un 72,6 %.

En función del grupo de edad, continuaron ampliándose las diferencias entre las distintas cohortes. Así, la tasa de actividad registró un nuevo avance entre el grupo de mayor edad, aquellos entre 50 y 64 años, que alcanza ya un 65,4 % de participación, más de 6 pp por encima de su participación en el año 2008. En el otro extremo, la cohorte más joven, aquellos entre 15 y 29 años, ha visto cómo, a lo largo de la crisis, su participación ha retrocedido en más de 4 pp, hasta el 55,7 % (véase el panel izquierdo del gráfico 2). Este comportamiento diferencial entre ambos grupos se apoya, probablemente, en la necesidad de prolongar la vida laboral entre los primeros, por el impacto que la crisis financiera pudo tener en los fondos de pensiones, mientras que, entre los más jóvenes, las dificultades para acceder al mercado laboral han contribuido a la ampliación de su formación con el objetivo de aumentar su empleabilidad. Por su parte, por nivel de estudios, no se registraron cambios significativos en las tasas de participación en promedio del año.

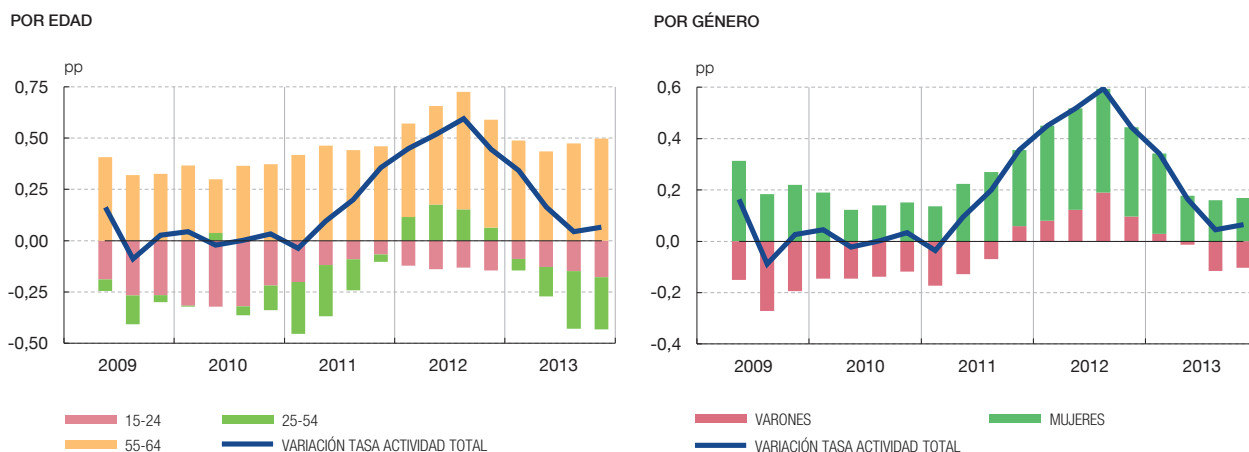
EVOLUCIÓN DE LA TASA DE ACTIVIDAD SEGÚN LA EPA-UE

CUADRO 2

	2011	2012	2013	2011		2012				2013			
				III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
POBLACIÓN ACTIVA													
16-64 AÑOS.													
TASAS INTERANUALES	0,2	0,6	-0,1	0,4	0,4	0,5	0,6	0,7	0,4	0,2	0,0	-0,3	-0,2
Comunitarios (a)	0,2	0,6	0,0	0,4	0,4	0,5	0,7	0,7	0,4	0,2	-0,1	-0,2	0,0
Extracomunitarios	0,3	0,8	-1,3	-0,4	1,1	2,0	-0,4	1,0	0,5	-0,1	0,7	-1,9	-3,9
POBLACIÓN TOTAL													
16-64 AÑOS.													
TASAS INTERANUALES	0,0	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,4	-0,3
Comunitarios	0,0	-0,2	-0,3	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2
Extracomunitarios	0,6	1,3	-0,4	0,1	1,2	1,8	1,3	1,3	0,8	1,0	0,9	-1,4	-1,9
TASA DE ACTIVIDAD	71,5	72,0	72,2	71,6	71,8	71,7	72,0	72,2	72,3	72,0	72,2	72,3	72,3
Por género													
Varones	78,1	78,3	78,2	78,2	78,2	78,0	78,3	78,5	78,4	78,0	78,3	78,3	78,2
Mujeres	65,0	65,8	66,2	65,1	65,4	65,4	65,8	65,9	66,1	66,0	66,1	66,2	66,5
Por edades													
Entre 15 y 29 años	56,7	56,3	55,9	57,4	56,7	56,0	56,2	57,0	56,2	55,8	55,7	56,5	55,7
Entre 30 y 49 años	86,6	87,0	86,8	86,3	86,9	86,9	87,1	86,8	87,2	86,9	87,0	86,5	86,9
Entre 50 y 64 años	62,1	63,7	64,9	62,2	62,6	62,9	63,6	64,0	64,3	64,3	64,8	65,1	65,4
Por nivel educativo													
Estudios bajos	64,4	65,0	64,9	64,2	64,8	64,7	65,2	65,0	65,3	64,8	64,9	64,9	64,9
Estudios medios	77,5	77,8	77,8	77,7	77,7	77,6	77,8	78,0	77,9	77,7	77,8	77,8	78,0
Estudios altos	87,1	87,3	87,3	86,7	87,2	87,3	87,4	87,2	87,5	87,5	87,4	87,0	87,3
Por nacionalidad													
Comunitarios	71,7	72,3	72,5	71,8	72,0	71,9	72,3	72,4	72,5	72,3	72,5	72,5	72,6
Extracomunitarios	69,0	68,6	67,9	69,0	69,0	68,6	68,3	68,8	68,8	67,9	68,2	68,4	67,4
Por países													
Bélgica	66,7	66,9	67,5	66,9	67,0	66,3	66,5	67,4	67,5	67,0	67,5	68,3	67,4
Estonia	74,7	74,9	75,0	75,7	74,4	74,8	75,0	75,5	74,2	74,9	75,3	74,8	74,9
Alemania	77,2	77,1	77,5	77,4	77,6	76,7	76,9	77,4	77,4	77,2	77,4	77,7	77,7
Irlanda	69,2	69,2	69,8	69,5	69,3	68,8	69,4	69,7	68,9	68,9	70,2	70,4	69,8
Grecia	67,7	67,9	68,0	67,6	67,7	67,7	67,9	68,0	68,1	67,8	68,2	68,2	67,7
España	73,7	74,1	74,0	73,9	73,7	73,9	74,1	74,2	74,0	74,0	73,9	74,1	74,0
Francia	70,3	70,9	71,2	70,7	70,4	70,4	70,7	71,3	71,3	70,9	71,1	71,4	71,3
Italia	62,3	63,7	63,5	61,7	63,0	63,6	63,9	63,1	64,1	63,8	63,4	62,8	63,9
Chipre	73,6	73,5	73,6	72,9	73,1	73,0	73,4	73,7	73,7	73,7	72,9	73,9	73,7
Luxemburgo	68,0	69,4	69,9	67,9	67,2	68,7	68,5	70,6	69,9	69,1	69,7	70,0	70,6
Malta	61,6	63,1	64,9	62,0	61,4	62,4	62,6	63,9	63,6	63,6	64,9	65,8	65,3
Holanda	78,4	79,3	79,7	78,4	79,1	79,1	79,2	79,4	79,5	79,4	79,7	79,9	79,7
Austria	75,3	75,9	76,1	75,9	75,5	74,7	75,9	77,0	75,8	75,2	75,9	77,1	76,3
Portugal	74,1	74,0	73,6	74,2	73,7	73,8	74,1	74,3	73,6	73,3	73,5	73,6	73,9
Eslovenia	70,3	70,4	70,5	70,7	70,7	70,1	69,6	70,9	71,0	70,3	70,4	71,3	70,1
Eslovaquia	68,7	69,4	69,9	68,8	69,1	69,4	69,3	69,6	69,4	70,0	69,7	69,9	69,8
Finlandia	75,0	75,3	75,1	75,5	73,8	73,9	77,2	76,1	73,8	74,1	77,5	75,4	73,7
Letonia	72,8	74,4	74,0	72,9	73,1	73,3	74,7	74,9	74,8	74,0	73,3	74,9	73,8

FUENTES: Eurostat y Banco de España.

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



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

Finalmente, por países, los avances de la tasa de actividad, con respecto al año anterior, fueron más notables en Holanda, Bélgica, Alemania e Irlanda, mientras que en Portugal y en Italia, país este último con la menor tasa de participación de la UEM, retrocedieron.

El desempleo

Tras alcanzar el máximo cíclico en el primer trimestre del 2013 (19,7 millones), el número de personas buscando empleo activamente comenzó a retroceder, de tal forma que, a finales de año, se situó en 943.000 personas menos, aunque aún por encima del nivel registrado en el último trimestre del 2012 (véase cuadro 3). Así, la tasa de paro habría aumentado una décima, en comparación con el cuarto trimestre del año anterior, hasta el 12 %, aunque en términos desestacionalizados se habría situado en el 11,9 %.

Este retroceso del número de desempleados vino impulsado, siguiendo la tendencia del año anterior, por Alemania e Irlanda, pero también, en esta ocasión, por Francia, Portugal y España. En cualquier caso, la tasa de desempleo continúa estando en niveles muy altos en España, Grecia y Portugal, países en los que además, junto con Irlanda, el porcentaje de adultos que viven en hogares sin empleo se ha duplicado desde el comienzo de la recesión, hasta llegar a representar, con la excepción de Portugal, en torno al 15 % de los hogares (véase gráfico 3).

Por género, la tasa de paro de los varones aumentó siete décimas en 2013, mientras que la de las mujeres repuntó cinco décimas, de tal forma que el diferencial entre ambos grupos se estrechó sustancialmente, hasta diferir solamente en una décima: 12 % de tasa de paro entre los varones, frente a 12,1 % entre las mujeres.

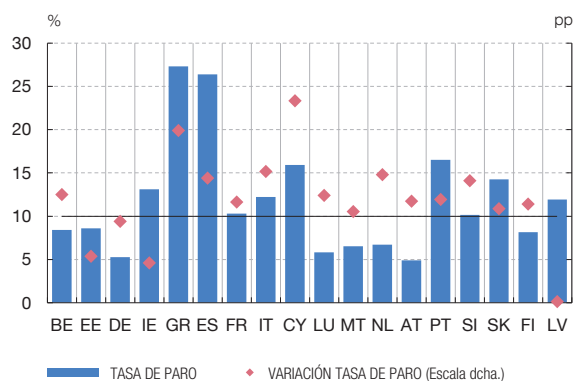
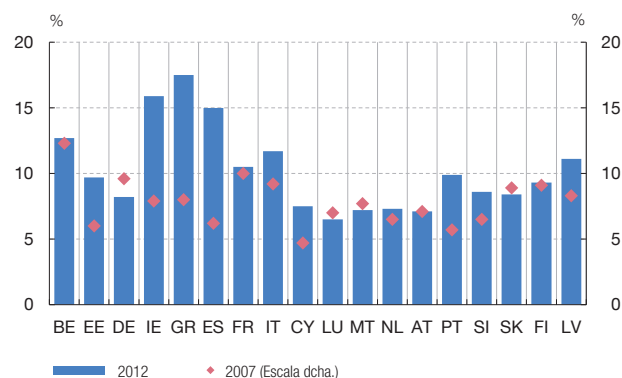
Por edad y nivel educativo, en 2013 se produjo un repunte de la tasa de paro en todos los grupos, aunque con mayor intensidad en aquellos con mayor incidencia del desempleo, la cohorte de edad más joven y los individuos de menor nivel de estudios, que alcanzaron, en promedio del año, un 20,1 % y un 20,5 % de tasa de paro, respectivamente. Es precisamente en estos colectivos donde se registraron los mayores aumentos en el desempleo de larga duración, lo que en parte puede venir explicado por su menor experiencia laboral y/o formación. No obstante, la mayor incidencia del paro de larga duración se concentra entre el colectivo de edad más avanzada, aunque el aumento ha sido modesto, reflejo del mayor dinamismo del empleo entre los mayores.

	2011	2012	2013	2011		2012				2013			
				III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
DESEMPLEO.													
TASAS INTERANUALES	0,5	12,6	5,0	1,4	5,5	10,4	14,6	13,6	12,0	9,9	6,5	3,3	0,5
TASA DE PARO	10,2	11,5	12,0	10,0	10,7	11,5	11,2	11,2	11,9	12,6	11,9	11,6	12,0
Por género													
Varones	10,0	11,3	12,0	9,6	10,4	11,4	11,2	11,0	11,7	12,7	11,9	11,6	11,8
Mujeres	10,5	11,6	12,1	10,3	10,9	11,6	11,3	11,5	12,1	12,5	12,0	11,7	12,2
Por edades													
Entre 15 y 29 años	17,2	19,1	20,1	16,8	17,8	18,9	18,6	18,9	20,0	20,8	19,8	19,6	20,1
Entre 30 y 49 años	8,9	10,2	10,8	8,7	9,4	10,3	10,0	10,0	10,6	11,4	10,8	10,4	10,7
Entre 50 y 64 años	7,3	8,1	8,6	7,0	7,5	8,1	8,1	7,9	8,4	9,0	8,5	8,2	8,5
Por nivel educativo													
Estudios bajos	16,6	19,1	20,5	16,0	17,6	19,0	18,9	18,7	19,9	21,3	20,5	19,6	20,4
Estudios medios	8,6	9,6	10,1	8,3	8,9	9,8	9,3	9,1	10,0	10,7	9,9	9,6	10,1
Estudios altos	6,1	6,9	7,4	6,1	6,4	6,7	6,6	7,0	7,2	7,6	7,2	7,5	7,5
Por nacionalidad (a)													
Comunitarios	9,6	10,8	11,3	9,3	9,9	10,8	10,5	10,6	11,2	11,8	11,3	11,0	11,3
Extracomunitarios	21,3	22,8	23,6	20,6	22,2	23,7	22,7	21,6	23,2	25,2	23,2	22,8	23,3
Por países													
Bélgica	7,2	7,6	8,5	7,8	7,1	7,2	7,0	7,8	8,3	8,5	8,2	8,7	8,6
Estonia	12,8	10,4	8,7	11,2	11,5	11,8	10,5	9,8	9,4	10,0	8,1	7,8	8,8
Alemania	6,0	5,6	5,4	5,8	5,5	6,0	5,5	5,5	5,3	5,9	5,4	5,2	5,1
Irlanda	14,9	15,0	13,3	15,4	14,8	15,3	15,3	15,3	14,0	13,9	14,1	13,3	12,0
Grecia	17,9	24,5	27,5	17,9	20,9	22,8	23,8	25,0	26,3	27,6	27,3	27,2	27,7
España	21,8	25,2	26,5	21,7	23,0	24,6	24,8	25,2	26,2	27,3	26,4	26,1	26,1
Francia	9,3	9,9	10,0	9,0	9,7	10,0	9,5	9,7	10,5	10,5	9,7	9,4	10,2
Italia	8,5	10,8	12,4	7,8	9,7	11,1	10,6	9,9	11,8	13,0	12,2	11,4	12,9
Chipre	8,1	12,1	16,1	8,0	9,2	11,4	11,6	12,3	13,0	16,1	15,7	16,4	16,2
Luxemburgo	4,9	5,2	5,9	4,4	4,8	5,9	4,0	5,7	5,1	5,5	6,2	5,7	6,2
Malta	6,6	6,5	6,6	6,2	6,6	6,1	6,6	6,7	6,5	6,1	6,8	6,8	6,5
Holanda	4,4	5,3	6,7	4,2	4,8	5,3	5,1	5,2	5,6	6,5	6,7	6,8	6,9
Austria	4,2	4,4	5,0	3,7	4,3	4,4	4,3	4,4	4,5	5,4	4,6	4,9	5,0
Portugal	13,4	16,4	17,0	13,0	14,7	15,6	15,7	16,6	17,8	18,5	17,2	16,3	16,1
Eslovenia	8,3	9,0	10,3	8,0	8,9	8,7	8,3	9,3	9,7	11,3	10,5	9,6	9,8
Eslovaquia	13,7	14,0	14,3	13,3	14,1	14,1	13,7	13,7	14,5	14,6	14,1	14,1	14,3
Finlandia	7,9	7,8	8,3	6,9	7,0	8,1	8,8	7,2	7,2	8,9	9,3	7,3	7,9
Letonia	16,5	15,4	12,1	15,3	15,3	16,7	16,6	14,0	14,2	13,3	11,6	12,0	11,6
PARO DE LARGA DURACIÓN													
Incidencia (b)	45,1	46,3	49,6	45,4	45,8	44,4	46,3	46,7	47,8	47,3	49,3	50,2	51,7
Por género													
Varones	45,3	46,3	49,7	46,1	46,0	44,0	46,1	46,9	48,0	46,9	49,1	50,8	52,0
Mujeres	44,9	46,4	49,6	44,6	45,6	44,8	46,7	46,5	47,5	47,9	49,5	49,6	51,5
Por edades													
Entre 15 y 24 años	32,0	34,1	36,3	31,6	31,8	33,4	33,2	34,7	33,5	35,1	35,3	36,0	35,9
Entre 25 y 54 años	46,6	47,5	51,1	47,0	47,0	47,1	45,1	47,5	48,4	49,1	48,5	50,7	52,0
Entre 55 y 64 años	61,3	61,7	63,6	60,3	62,9	61,8	61,2	60,7	62,1	62,8	61,4	63,4	64,7

FUENTES: Eurostat y Banco de España.

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

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

TASA DE PARO POR PAÍSES
2012-2013PORCENTAJE DE ADULTOS QUE VIVEN EN HOGARES SIN EMPLEO
2007, 2012

FUENTES: Eurostat y Banco de España.

Conclusiones

A partir de la primavera de 2013 se detuvo el deterioro del mercado de trabajo en el área del euro, tras haberse destruido a lo largo de la crisis más de seis millones de empleos. Así, la tasa de paro alcanzó su máximo cíclico en el segundo trimestre de 2013, cuando, de cada 100 personas activas, 12 declararon estar desempleadas, frente a las 7,5 que lo hacían en el año 2008.

Los primeros signos de recuperación del empleo se han localizado fundamentalmente en el sector de los servicios de mercado, afectando a varones y mujeres con estudios medios y, sobre todo, altos, y a la cohorte de mayor edad. Además, la creación de empleo se ha llevado a cabo mayoritariamente mediante contratos temporales y a tiempo parcial. Por contra, se ha seguido destruyendo empleo entre los jóvenes y en el colectivo con estudios bajos, afectando con gran intensidad a la industria y a la construcción, aunque también se ha extendido al sector público. De igual forma, a lo largo de 2013 se mantuvieron las fuertes diferencias en las tasas de paro entre los países miembros del área del euro. Así, mientras que economías como la alemana o la austríaca han mantenido unas tasas de paro muy moderadas a lo largo de toda la crisis, en Grecia, España y Portugal la incidencia del desempleo registró nuevos máximos históricos.

Esta heterogeneidad tan acusada entre países en el comportamiento de las tasas de paro refleja, entre otros factores, las características específicas de los sistemas de negociación colectiva, que han propiciado, en determinadas economías como la alemana, una mayor flexibilidad interna, tanto en horarios u ocupaciones como en salarios, para ajustarse a la evolución de la productividad sin tener que recurrir a una fuerte destrucción de empleo.

Finalmente, el análisis de la incidencia demográfica del desempleo subraya que los Gobiernos de las economías del área del euro se enfrentan, en un escenario de recuperación débil y moderada, al doble reto de, por un lado, capacitar a la bolsa creciente de parados de larga duración con el objetivo de facilitar su recolocación en los nuevos sectores que lideren el crecimiento del empleo y, por otro, incorporar al empleo, de forma estable, a una generación de jóvenes que vio truncada su transición natural al mercado de trabajo. En este sentido, la Comisión Europea presentó en diciembre de 2012 el Plan de Medidas a Favor del Empleo Juvenil, que permitió aprobar en abril de 2013 la denominada «Garantía

Juvenil». Este programa, dirigido a aquellas regiones con una tasa de paro juvenil superior al 25 %, tiene como objetivo que todos los jóvenes de hasta 25 años accedan, en el plazo de cuatro meses tras acabar la educación formal o quedar desempleado, a una oferta de trabajo, un período adicional de educación, una formación como aprendices o un período de prácticas.

11.4.2014.

Introducción

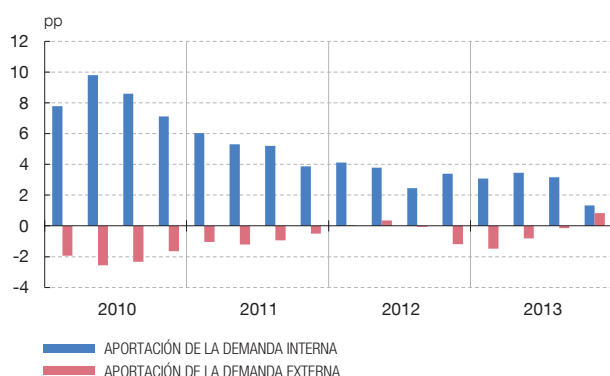
El anuncio de la Reserva Federal, en mayo de 2013, de que en algún momento podría empezar a reducir su ritmo de compra de activos (*tapering*) generó una fase de inestabilidad en los mercados financieros de América Latina —y en los mercados emergentes en general—, a la que siguió un período de cierta estabilidad y recuperación a partir de septiembre. De hecho, el inicio efectivo del *tapering* en diciembre fue asumido con relativa tranquilidad por los mercados. Sin embargo, al comienzo de 2014 se han reproducido algunos episodios intermitentes de tensión, uno de ellos con epicentro en Argentina, que han afectado con diferente intensidad a las economías emergentes, en función de sus vulnerabilidades y de elementos idiosincrásicos —en menor medida, en todo caso, a los países cuyas políticas económicas ya habían reaccionado en el episodio de mediados de 2013—. Hay que señalar, en todo caso, que el cambio de perspectivas sobre el ciclo monetario en Estados Unidos viene aparejado con la consolidación de la recuperación en ese país y, con más retraso, en otras economías avanzadas, recuperación que es un elemento favorable para la región. No obstante, el foco de principal preocupación en América Latina parece estar basculando, más recientemente, desde el endurecimiento de las condiciones monetarias globales hacia el riesgo de que China pueda desacelerarse más de lo previsto.

En este entorno de mayor debilidad en los precios de las materias primas, y con la brecha de producto cerrada en algunas de las principales economías de la región, en el segundo semestre de 2013 se produjo una desaceleración de la actividad en América Latina. El PIB promedio de los cinco países con objetivos de inflación (excluyendo Argentina y Venezuela¹) pasó de crecer un 3 % interanual en el segundo trimestre a un 2 % en el cuarto, de modo que, en el conjunto de estas cinco economías, el PIB creció un 2,3 % en 2013, por debajo del 2,9 % del año anterior y de las expectativas de recuperación que existían al comienzo del año. Además, la debilidad se ha ido extendiendo a más países: en 2012, solo Argentina y Brasil mostraban bajos ritmos de crecimiento, influidos por factores internos; en 2013, la desaceleración se ha trasladado progresivamente a otros países, como Venezuela, México, e incluso Chile. En todo caso, Chile, junto con Colombia y Perú, ha mantenido un crecimiento muy por encima de la media.

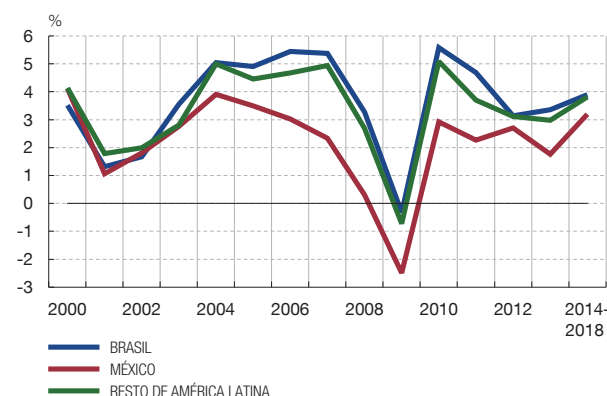
Aunque la casuística por países es amplia, un rasgo común en la desaceleración reciente es la moderación de la demanda interna, que pasó de crecer, en media, por encima del 3,5 % interanual en la primera mitad de 2013, a tan solo un 1,2 % en el cuarto trimestre, debido a la desaceleración experimentada en Brasil, Chile y México (véase gráfico 1). Por el contrario, la demanda externa ha comenzado a recuperarse en algunas economías en la parte final del año, si bien su aportación todavía es modesta —en línea con la recuperación lenta de las economías desarrolladas—; de hecho, en el conjunto de 2013 siguió trayendo crecimiento. Adicionalmente, en Argentina y Venezuela se ha acentuado la desaceleración del PIB, como consecuencia de factores específicos de estos países, que acumulan riesgos significativos.

¹ A la fecha de cierre de esta publicación, Argentina y Venezuela no habían publicado los datos de contabilidad nacional del cuarto trimestre de 2013, por lo que no ha sido posible elaborar el agregado América Latina-7 de los siete principales países de la región, tal y como es habitual. Se ha optado por construir un agregado América Latina-5, que incluye México, Brasil, Colombia, Perú y Chile, de modo que se pueda analizar el crecimiento reciente de la región y realizar comparaciones con trimestres anteriores.

COMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO EN AMÉRICA LATINA (a)



CRECIMIENTO ESTIMADO DE LA DEMANDA EXTERNA (b)



FUENTES: Bloomberg y Datastream.

a Agregado de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

b Crecimiento del PIB de los socios comerciales de las siete mayores economías de la región, ponderado por su peso en las exportaciones.

Las perspectivas de crecimiento de América Latina para 2014 se han seguido revisando a la baja en los últimos meses. En media, se espera un crecimiento parecido al de 2013, incluso ligeramente inferior, con una notable divergencia intrarregional. Por un lado, se espera que Perú, Colombia y, en menor medida, Chile conserven una dinámica sólida, aunque posiblemente menos intensa que en años anteriores. En México, las perspectivas son favorables, porque se espera que los factores temporales a los que se atribuye la desaceleración registrada en 2013 desaparezcan gradualmente en el curso del año, y también por el impulso a la confianza que ha supuesto el actual proceso de reformas. Por su parte, la economía brasileña parece haberse instalado en un ritmo de crecimiento reducido, que, en sentido positivo, podría contribuir a corregir parcialmente sus desequilibrios externos y a apuntalar su crecimiento en el medio plazo, en caso de que se profundice en la senda de reformas. Finalmente, Venezuela y Argentina entrarían en una fase de crecimiento reducido, con riesgos de recesión con elevada inflación.

En los países con objetivos de inflación, las presiones inflacionistas parecen manejables y las expectativas permanecen ancladas, aunque existen algunos riesgos al alza, derivados de las depreciaciones cambiarias —en algunos casos, sustanciales— y del incremento del precio de los alimentos, que podrían compensar el efecto moderador de la demanda interna y agravar los dilemas de política económica. Algunos países mantienen la capacidad de instrumentar políticas contracíclicas, como Perú, Colombia, México y Chile, que, al no tener presiones inflacionistas, han podido conservar un tono acomodaticio en sus políticas y asumir la depreciación del tipo de cambio. Sin embargo, en Brasil este margen parece más reducido en la actualidad, por la inflación persistente. En Argentina y Venezuela las tensiones inflacionistas se han agravado sustancialmente y, aunque las respuestas de política económica están siendo diferentes, ambas economías se enfrentan a una serie de restricciones macroeconómicas, singularizadas en la pérdida de reservas, que eliminan la posibilidad de aplicar políticas contracíclicas.

El año 2014 plantea algunas incertidumbres para América Latina. El impacto positivo de la recuperación en curso de la economía estadounidense sobre la región, concretado en una mayor demanda externa (véase gráfico 1), puede verse compensado, en mayor o menor

medida, por el endurecimiento de las condiciones de financiación y por cierta desaceleración de algunas economías emergentes. Un elemento de riesgo es la posibilidad de que la moderación de la actividad en China sea más intensa de lo esperado, lo que tendría un mayor impacto en los países más expuestos a esta economía y en los que la existencia de desequilibrios macroeconómicos limita el margen de actuación de la política económica. En conjunto, parece difícil que la región recupere el fuerte dinamismo mostrado en la salida de la gran recesión. Además, 2014 ofrecerá la posibilidad de comprobar si la depreciación acumulada del tipo de cambio es suficiente para acomodar estos *shocks* externos, y en qué medida limitará el margen de actuación de las políticas monetarias en el futuro. La gestión por parte de Venezuela y de Argentina de una situación de bajo crecimiento con importantes desequilibrios representa también otra incertidumbre importante. Todo ello pone de manifiesto la importancia de reforzar los marcos de política económica y priorizar las reformas estructurales que mejoren la competitividad.

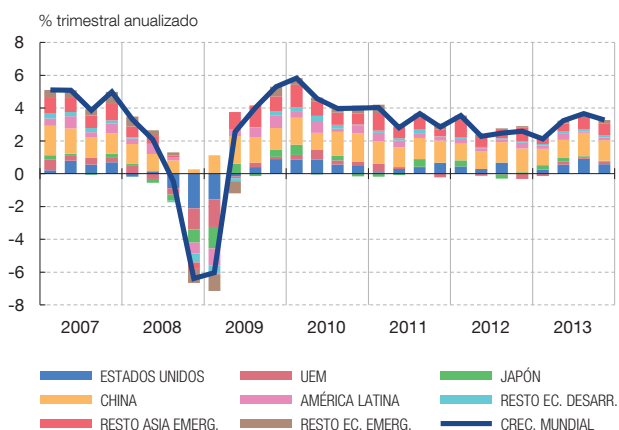
Entorno exterior

La evolución de la economía mundial en el último semestre ha seguido condicionada por dos factores destacados: por un lado, la desaceleración de diversas economías emergentes, en general, y las dudas sobre la sostenibilidad del ritmo de crecimiento en China, en particular; por otro lado, las expectativas de normalización del ciclo monetario en Estados Unidos. Tras un final de ejercicio de recuperación en los mercados financieros, apoyada en la clarificación de la estrategia monetaria en Estados Unidos y en los síntomas cada vez más extendidos de recuperación en las economías avanzadas, en el primer trimestre de 2014 se produjeron episodios puntuales de tensión en los mercados financieros emergentes, que ponen de manifiesto la persistencia de las dudas sobre la situación de algunas economías emergentes que pueden haber acumulado desequilibrios excesivos.

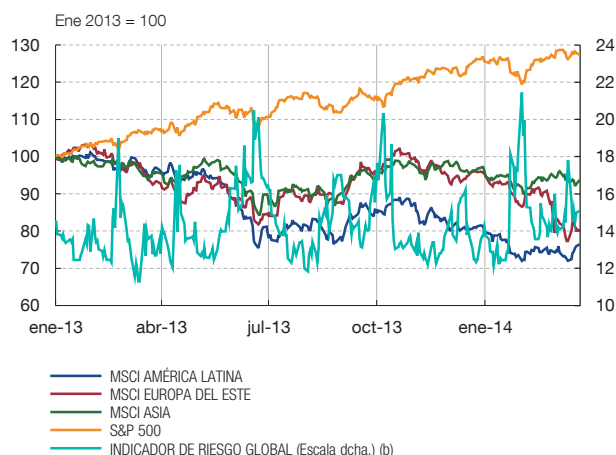
En este contexto, la actividad global se aceleró en la segunda mitad de 2013, hasta tasas en torno al 3,5 % (véase gráfico 2), 1 punto porcentual (pp) por encima del primer semestre, por el afianzamiento de la recuperación en las economías avanzadas, de modo que se prolongó la tendencia de recomposición del crecimiento global hacia este grupo de economías. Aunque los datos más recientes apuntan a una cierta moderación en el crecimiento de las economías avanzadas a comienzos de 2014, por factores temporales (como las adversas condiciones climatológicas en Estados Unidos), se espera que su fortalecimiento prosiga, en un contexto de menores ajustes fiscales que en 2013 (salvo en Japón), condiciones monetarias y financieras favorables (a pesar del endurecimiento), recuperación gradual de los mercados inmobiliarios y laborales, y aumento de la riqueza del sector privado. Por su parte, con la excepción de Japón, la inflación presentó una tendencia descendente en este grupo de economías, lo que en algún caso genera preocupación, como en el área del euro $-0,5\%$ en marzo—. Las autoridades monetarias de estos países se enfrentan a un panorama divergente; en algunos casos, como la Fed o el Banco de Inglaterra, están gestionando el cambio de ciclo monetario con modificaciones sucesivas en su estrategias de *forward guidance*; en otros, como el Banco de Japón o el BCE, se está valorando la posibilidad de proporcionar mayores estímulos. El balance de riesgos para las economías avanzadas ha mejorado, destacando, en todo caso, el aumento de los riesgos asociados a las bajas tasas de inflación.

En el segundo semestre de 2013 las tasas de crecimiento de las economías emergentes se situaron, en general, algo por debajo de las esperadas, manteniéndose la heterogeneidad en el ritmo de avance entre diferentes regiones. En promedio de 2013, China creció un 7,7 %, el resto de Asia emergente un 4,4 % y Europa del Este un 1,3 %,

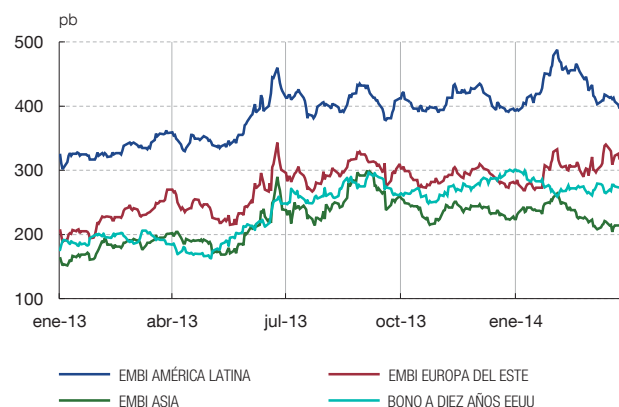
CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL



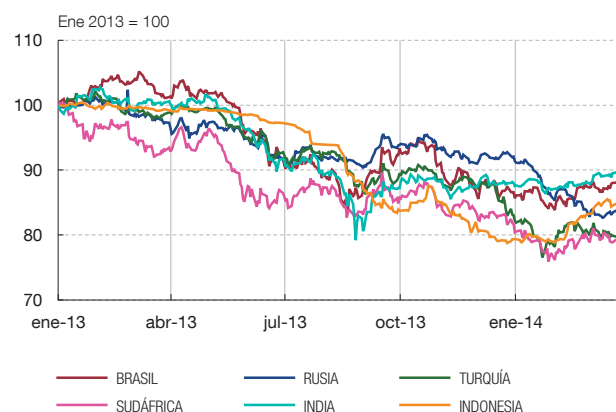
BOLSAS MUNDIALES E INDICADOR DE RIESGO GLOBAL (a)



DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS



TIPOS DE CAMBIO FREENTE AL DÓLAR EN ECONOMÍAS EMERGENTES



FUENTES: Datastream y JP Morgan.

a Índices de bolsas en dólares.
b VIX.

mientras que América Latina se situó en una posición intermedia (2,3 %). El empeoramiento de las perspectivas de las economías emergentes ha continuado en la parte transcurrida de 2014. Aunque para este año se espera una estabilización del crecimiento en tasas similares a las de 2013, hay riesgos a la baja sobre este escenario, derivados de la posible reaparición de episodios de volatilidad financiera y de su impacto sobre la confianza de inversores y agentes, y de una desaceleración más intensa que la esperada en China. Estos riesgos son más relevantes para las economías con fundamentos más débiles. No obstante, conviene matizar que, salvo excepciones importantes, los desequilibrios acumulados recientemente por estas economías han sido moderados y los niveles de vulnerabilidad son menores que en el pasado, por la mayor solidez de sus marcos de políticas macroeconómicas, por la solvencia de sus sistemas bancarios y por la existencia de mecanismos de mitigación, como la capacidad de absorción generada por la flexibilidad cambiaria —en un contexto de menores descalces de moneda— y el elevado nivel de reservas de muchas de ellas. En cualquier caso, la mayor sensibilidad de los mercados ha limitado en algunos casos el margen para las políticas anticíclicas.

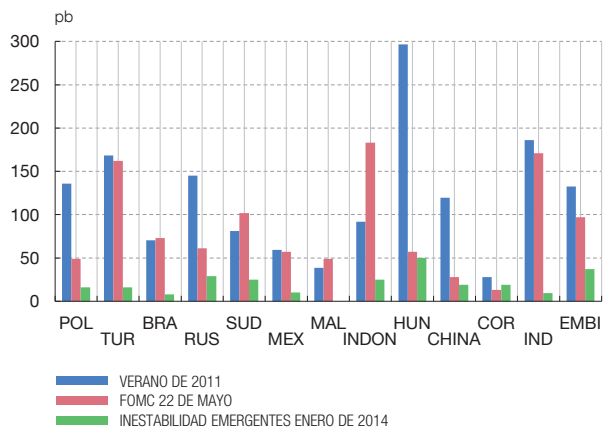
En el último cuarto de 2013, la evolución de los indicadores financieros de las economías emergentes se caracterizó por una recuperación de las bolsas y una tendencia al descenso de los diferenciales y de las primas de riesgo de impago (véase gráfico 2). Las bolsas recuperaron los niveles previos a la turbulencia de mayo, mientras que los diferenciales soberanos, medidos por el índice EMBI, se estabilizaron unos 70 puntos básicos (pb) por encima de los observados en el primer semestre de 2013. Los tipos de cambio recuperaron niveles cercanos a los observados en mayo, salvo los de las economías más vulnerables, que se mantuvieron depreciados entre un 8 % y un 10 % frente al dólar.

A comienzos de 2014, en el nuevo entorno de normalización gradual de las condiciones monetarias globales, la evolución de los mercados emergentes pasó a depender, en mayor medida, de factores idiosincrásicos, de índole tanto económica como política. En el contexto ya señalado de dudas sobre las perspectivas de China, las tensiones de carácter político y la debilidad del sector exterior en Turquía, o la fuerte y rápida depreciación del peso argentino, generaron nuevas turbulencias, a finales de enero, que fueron relativamente generalizadas pero más efímeras que el episodio de 2013 (véase gráfico 3). Estas turbulencias tuvieron menor impacto en economías cuyas políticas económicas ya habían reaccionado en 2013, como Brasil, Indonesia o India, aunque también pudo pesar en esta menor reacción la intensidad de la depreciación acumulada de los tipos de cambio. Posteriormente, los acontecimientos de Ucrania renovaron las tensiones, aunque el impacto tuvo un carácter más regional, afectando principalmente a los países de Europa del Este y a Turquía. Además, la baja volatilidad financiera a escala global y las bajas rentabilidades a largo plazo en Estados Unidos limitaron la extensión de estos episodios de turbulencias (véase gráfico 2). A finales de marzo, los indicadores financieros de los mercados emergentes se habían recuperado, en especial los de los países más afectados por la turbulencia de mayo. No obstante, en términos generales, el sentimiento inversor hacia los mercados emergentes es ahora menos favorable que hace un año, en un contexto en el que persisten las dudas sobre la evolución de la actividad y del sector financiero en China, con posibles repercusiones sobre la demanda externa de las economías emergentes y el precio de las materias primas.

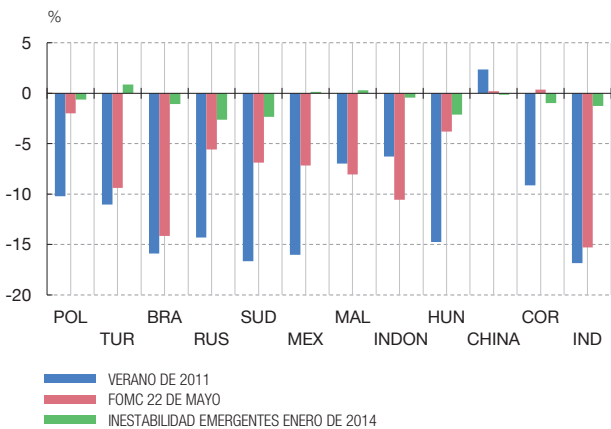
En paralelo, en los seis últimos meses se han observado fuertes salidas de los fondos de deuda y bolsa por parte de inversores minoristas de los mercados emergentes (véase gráfico 3), de acuerdo con las encuestas habitualmente utilizadas; además, los datos de balanza de pagos apuntan a una desaceleración de las entradas de cartera. Por su parte, las emisiones de renta fija en el conjunto de las economías emergentes se volvieron a situar en máximos históricos entre diciembre y enero, pero se ha constatado una desaceleración desde entonces. En un contexto de expectativas de menor liquidez global y de subidas de tipos de interés, es probable que las colocaciones de renta fija se orienten en mayor proporción hacia emisiones con colateral, tipo de interés variable, vencimientos más cortos y, posiblemente, con una calificación media superior. Estas características han empezado a manifestarse a partir del tercer o cuarto trimestre de 2013, pero aún de manera incipiente (véase gráfico 3).

Los mercados financieros latinoamericanos han mantenido una evolución similar a la del resto de mercados emergentes, con algún rasgo propio que apunta a cierta discriminación intrarregional. La caída de las bolsas fue muy intensa entre finales de septiembre y comienzos de 2014 (especialmente, en Brasil y Chile, aunque la evolución de México fue positiva), con una recuperación posterior de los índices, de modo que desde octubre de 2013 hasta marzo 2014 las bolsas latinoamericanas han acumulado una caída media del 1,3 %, frente a un aumento del 3 % de las asiáticas. Esta evolución estuvo marcada por los descensos en Brasil (-2,6 %) y Perú (-9,6 %); en México, la

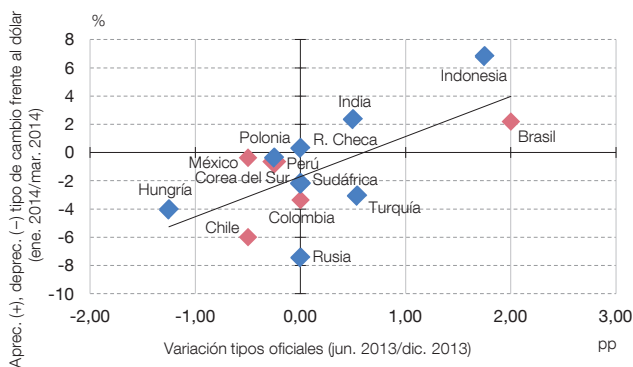
VARIACIÓN DEL DIFERENCIAL SOBERANO



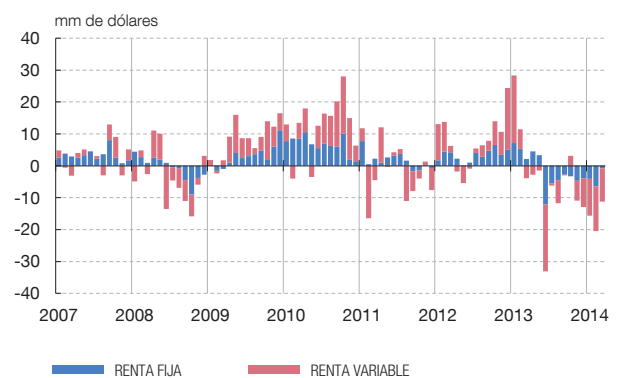
VARIACIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO



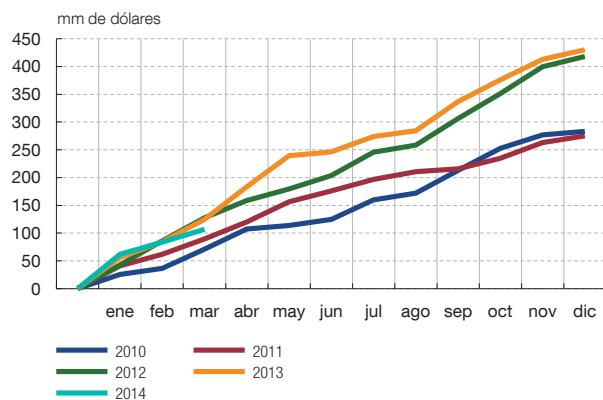
TIPOS DE INTERÉS OFICIALES Y TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR



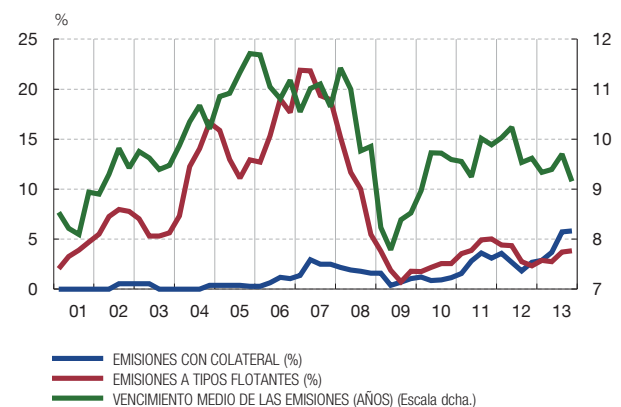
FLUJOS A FONDOS DE BOLSA Y DEUDA DE EMERGENTES



EMISIONES DE RENTA FIJA EN MERCADOS INTERNACIONALES (acumulados desde comienzos de cada año)



CARACTERÍSTICAS DE LAS EMISIONES DE RENTA FIJA DE ECONOMÍAS EMERGENTES

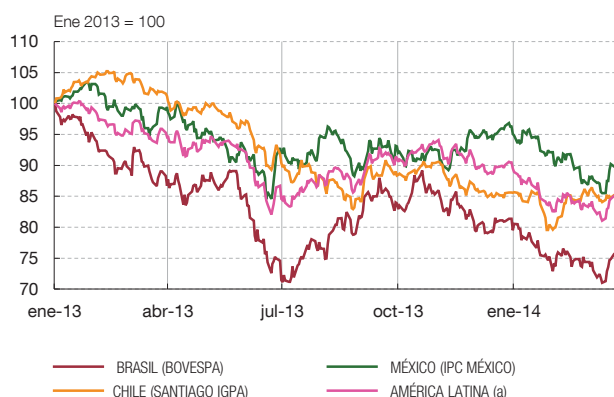


FUENTES: Datastream, Dealogic, EPFR y estadísticas nacionales.

caída fue inferior (-1 %), debido a la mayor correlación con las bolsas estadounidenses y a la mejora de expectativas por las reformas estructurales en el país.

Por su parte, los diferenciales soberanos de los países latinoamericanos se mantuvieron relativamente estables hasta el episodio de turbulencias de enero-febrero, cuando registraron

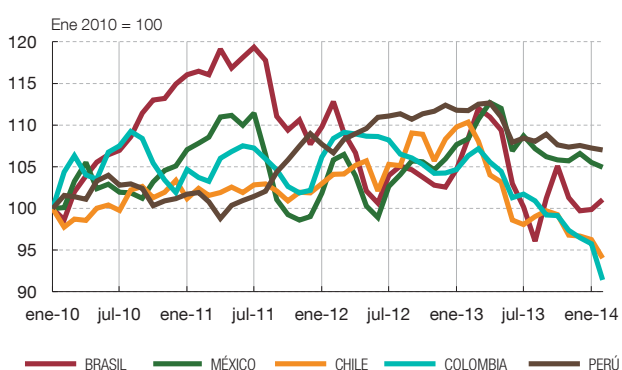
ÍNDICES DE BOLSA



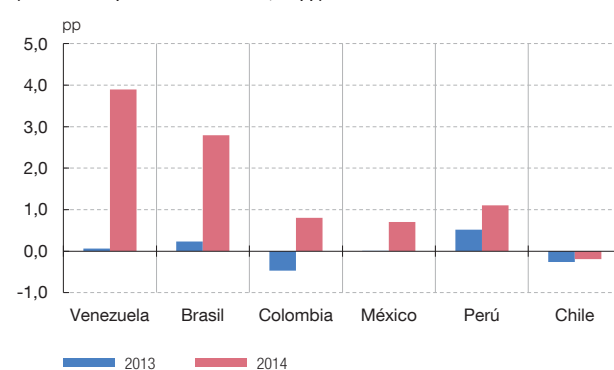
DIFERENCIALES SOBERANOS



TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL



TIPOS DE INTERÉS DE LOS BONOS A DIEZ AÑOS EN MONEDA LOCAL
(Variación respecto al año anterior, en pp)



FUENTES: Datastream, JP Morgan y estadísticas nacionales.

a Índice MSCI América Latina en moneda local.

cierta ampliación, que ha terminado revirtiendo a finales de marzo (véase gráfico 4). Las primas de riesgo soberano, medidas por el EMBI de América Latina, se situaron desde finales de marzo algo por debajo de los 400 pb para la región, cerca de la media de los últimos cuatro años. Esta evolución vino influida por el comportamiento del diferencial soberano de Argentina (que registró un descenso de 170 pb desde mediados de octubre, a raíz del giro experimentado por la orientación de la política económica tras las elecciones), compensado en parte por el aumento en Venezuela (100 pb). En conjunto, el descenso reciente del EMBI de América Latina ha sido de menor cuantía que el observado en otras regiones emergentes (15 pb desde mediados de octubre, frente a 40 pb en Asia), y con cierta diferenciación entre países. La estabilidad de los diferenciales soberanos ha sido compatible con un incremento sustancial de los tipos de interés de los bonos a largo plazo en moneda local desde finales de mayo de 2013, aunque, de nuevo, con una importante diferenciación por países (aumentos de casi 3 pp en Brasil, 1,7 pp en México y estabilidad en Chile) (véase gráfico 4). El comportamiento de los diferenciales ha sido similar al de las primas de riesgo de crédito cotizadas en los CDS, que en el último año y medio han registrado un reajuste acorde con la mayor percepción de riesgo en esta región y en el resto de regiones emergentes, e inverso al observado en las economías desarrolladas, tal como se analiza en el recuadro 1.

Tras la crisis financiera global de 2008 se observó un notable cambio en la percepción del riesgo entre los principales mercados desarrollados y emergentes, que ha revertido parcialmente en el último año y medio. Estos cambios de percepción se reflejan tanto en los ratings soberanos otorgados por las agencias de calificación crediticia como en algunos indicadores de mercado, como los *credit default swaps* (CDS). No obstante, el desplazamiento hacia la derecha de las curvas que relacionan los CDS con los ratings soberanos muestra que el riesgo medido por los CDS ha aumentado notablemente para un mismo nivel de rating (véase gráfico 1 panel 1). Además, la dispersión entre los ratings otorgados por las agencias y los implícitos en los CDS también ha aumentado.

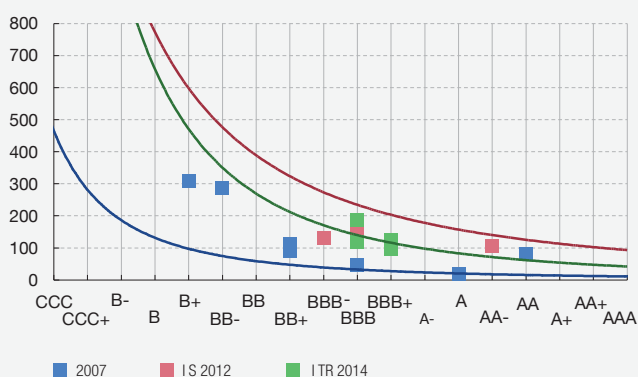
En este recuadro se analiza la relación entre los ratings soberanos otorgados por Standard & Poor's y el rating implícito en los CDS, que se deriva de una regresión del rating otorgado por la agencia sobre el nivel de las primas de impago cotizadas en los mercados de CDS. En los gráficos, movimientos hacia arriba de ambas variables denotan un menor riesgo de crédito.

En el panel 1 del gráfico 1 se observa la convergencia del riesgo de crédito entre economías avanzadas y emergentes —arrastrado el

primero por el deterioro en el área del euro—, medido tanto en términos de ratings implícitos como de los otorgados por la agencia. También se constata una clara divergencia entre el rating de las agencias y el riesgo percibido por los mercados en ciertos momentos del tiempo, singularmente a partir de 2010, tras el inicio de la crisis del euro. En ese momento, en las economías de la UEM sometidas a un fuerte estrés financiero se incrementó notablemente el riesgo de crédito implícito en los CDS, que quedó muy por debajo del rating otorgado por las agencias de calificación. Por el contrario, en el agregado de las economías emergentes el riesgo de crédito implícito en el CDS era menor que el revelado por los ratings de agencia. La situación comenzó a cambiar a finales del verano de 2012. Por un lado, la reducción de los riesgos extremos en el área del euro se reflejó en una mejora de sus ratings implícitos, situados ahora de nuevo por encima de los de agencia. La mejora volvió a centrarse en los países más afectados por la crisis y, para alguno de ellos, como España, el rating descontado se ha llegado a situar en marzo de 2014 hasta dos escalones por encima del otorgado por la agencia de calificación. Por el contrario, el deterioro en la percepción de las economías emergentes, sobre todo a partir de mayo de 2013, con el cambio de tono de la política monetaria en Estados Unidos, ha supuesto una revisión de su riesgo de crédito, de tal modo que ahora

1 RATINGS IMPLÍCITOS EN LOS CDS, POR ÁREAS

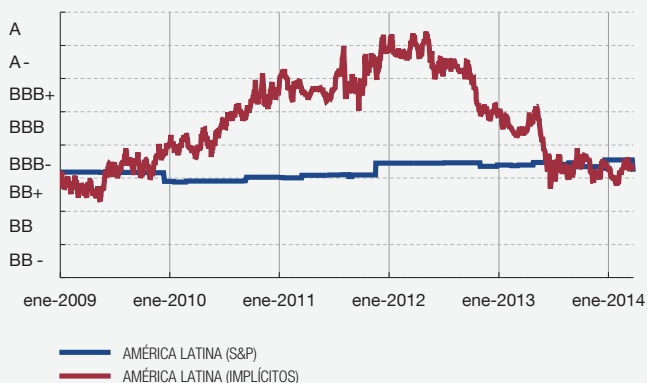
1 RATINGS OTORGADOS Y PRIMAS DE CDS



2 RATINGS IMPLÍCITOS Y OTORGADOS, POR ÁREAS



3 RATINGS IMPLÍCITOS Y OTORGADOS, POR ÁREAS



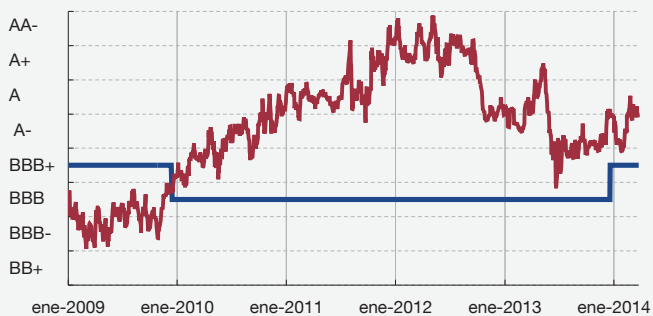
4 RATINGS IMPLÍCITOS Y OTORGADOS, POR ÁREAS



FUENTES: Standard & Poor's y Banco de España.

2 RATINGS IMPLÍCITOS EN LOS CDS: AMÉRICA LATINA

1 RATINGS IMPLÍCITOS Y OTORGADOS: MÉXICO



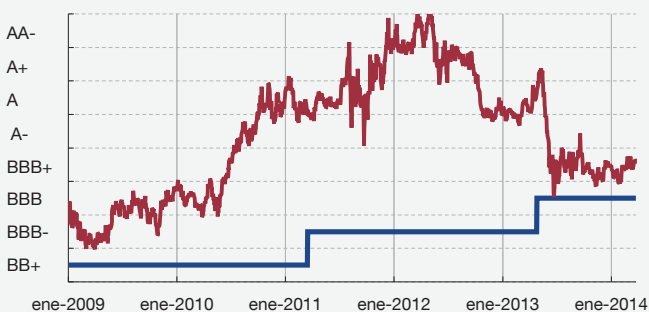
2 RATINGS IMPLÍCITOS Y OTORGADOS: BRASIL



3 RATINGS IMPLÍCITOS Y OTORGADOS: CHILE



4 RATINGS IMPLÍCITOS Y OTORGADOS: COLOMBIA



5 RATINGS IMPLÍCITOS Y OTORGADOS: PERÚ



6 RATINGS IMPLÍCITOS Y OTORGADOS: URUGUAY



7 RATINGS IMPLÍCITOS Y OTORGADOS: ARGENTINA



8 RATINGS IMPLÍCITOS Y OTORGADOS: VENEZUELA



OTORGADO (S&P)

IMPLÍCITO

FUENTES: Standard & Poor's y Banco de España.

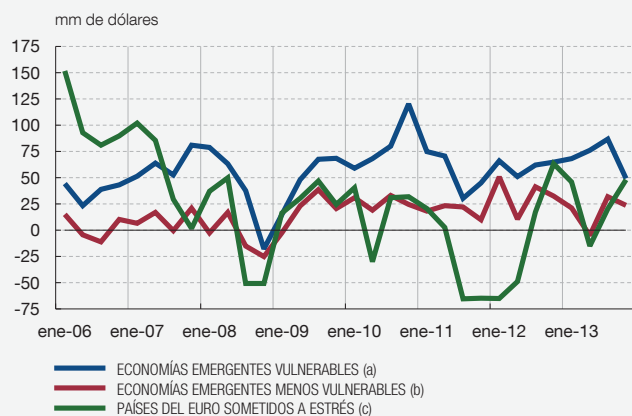
el *rating* implícito en las primas de los CDS soberanos es de BBB, dos escalones inferior al de la agencia de calificación. El deterioro del *rating* soberano implícito ha sido más acusado en Asia emergente —hasta dos escalones por debajo del otorgado—, mientras que en Europa del Este los *ratings* implícitos se mantuvieron alineados con los de agencia hasta febrero de 2014, cuando la crisis ucraniana llevó a un fuerte repunte de los CDS y a una caída de los *ratings* descontados.

En América Latina (véase panel 3 del gráfico 1) se ha observado una fuerte discrepancia entre el *rating* implícito en los CDS y el otorgado por las agencias, de hasta más de tres escalones, que la mejora paulatina de estos últimos no ha llegado a compensar. Sin embargo, el repunte de las primas de los CDS a partir de mediados de 2012 ha ocasionado la convergencia de ambas medidas hacia un *rating* BBB-. Por países, en Brasil se ha observado un descenso muy acusado del *rating* implícito desde comienzos de 2012, que anticipó con creces el recorte efectivo que finalmente se ha producido a finales de marzo (véase panel 2 del gráfico 2). Recientemente también se ha observado un descenso del *rating* soberano implícito de Colombia, Perú y Chile, países que se habían beneficiado de subidas recientes de la calificación soberana por parte de Standard & Poor's. En sentido contrario, en México los *ratings* implícitos en los CDS siguen siendo superiores a los otorgados por la agencia de calificación, incluso tras la subida reciente del *rating* otorgado (véase panel 1 del gráfico 2)¹, lo que refleja una percepción de menores vulnerabilidades que en el resto de la región. Finalmente, para Argentina y Venezuela —los de peor *rating* de agencia— el *rating* implícito es incluso más reducido, lo que refleja un nivel de riesgo de impago superior al de la agencia de calificación. En el caso de Uruguay, el deterioro del *rating* implícito ha sido menor que en otras economías de la región (véase panel 6 del gráfico 2), y en la actualidad se mantiene alineado con el de la agencia de calificación, justo en el umbral del grado de inversión (BBB-).

1 Algo parecido se observa para Corea, Polonia o Hungría.

3 FLUJOS DE CAPITALES POR ÁREAS

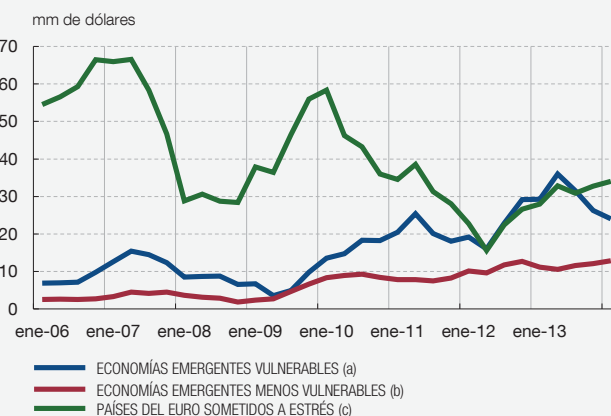
1 ENTRADAS DE CAPITALES DE CARTERA



La percepción de riesgo crediticio está fuertemente correlacionada con la evolución de los flujos de capital y el volumen de emisión en los mercados primarios de renta fija privada. En el gráfico 3 se recogen las entradas de cartera y las emisiones corporativas en mercados primarios para varios grupos de países: los emergentes con mayores vulnerabilidades (Turquía, Brasil, India, Indonesia, Sudáfrica y Rusia); los emergentes más estables (México, Corea y Polonia); y los países del área del euro sometidos a estrés financiero (Italia, Portugal, Irlanda y España). Como se observa, en paralelo con la desaceleración de los flujos de entradas de cartera y el menor ritmo de emisiones en el primer grupo, las del segundo se han mantenido relativamente estables, mientras que las de las economías europeas se han recuperado fuertemente, aún sin alcanzar los niveles previos a la crisis.

En definitiva, el análisis de los *ratings* implícitos en los mercados de CDS soberanos y su comparación con los *ratings* de agencia contiene información interesante respecto al comportamiento y perspectivas de los inversores sobre los países de interés. En la medida en que los movimientos de los *ratings* de agencia son mucho más lentos, los *ratings* implícitos pueden anticipar en algunos casos las revisiones de las agencias y consolidar la percepción de mayor o menor riesgo. No obstante, la volatilidad de los *ratings* implícitos muestra la variabilidad y el carácter pendular del sentimiento de los mercados. En concreto, la divergencia positiva de los *ratings* implícitos en las economías emergentes tras la crisis puede haber reflejado una sobre-reacción favorable a estos mercados, que se ha corregido recientemente. Otra conclusión interesante es cierta sustituibilidad que se aprecia entre las economías emergentes de los países del área del euro bajo estrés: la disipación de los riesgos de cola en estos últimos, en paralelo con la percepción de mayor vulnerabilidad en las economías emergentes, al hilo de los cambios en la política monetaria estadounidense, ha provocado una evolución en trayectorias opuestas, que se ha trasladado a los flujos de capitales: estos acuden en menor medida a las economías emergentes y retornan a las economías del euro, en un movimiento que revierte el que se produjo en años anteriores.

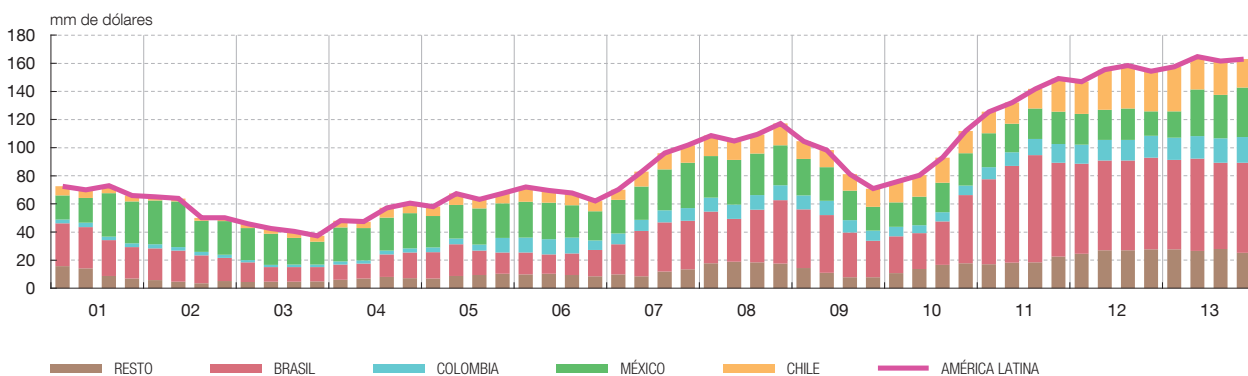
2 EMISIONES EN MERCADOS INTERNACIONALES



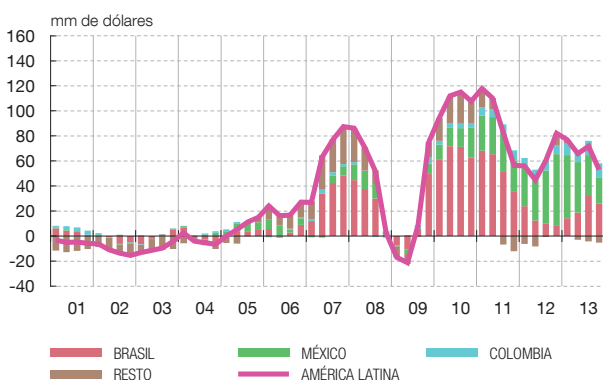
FUENTES: Datastream y Dealogic.

- a Turquía, Brasil, India, Indonesia, Sudáfrica y Rusia.
- b México, Corea y Polonia.
- c España, Italia, Irlanda y Portugal.

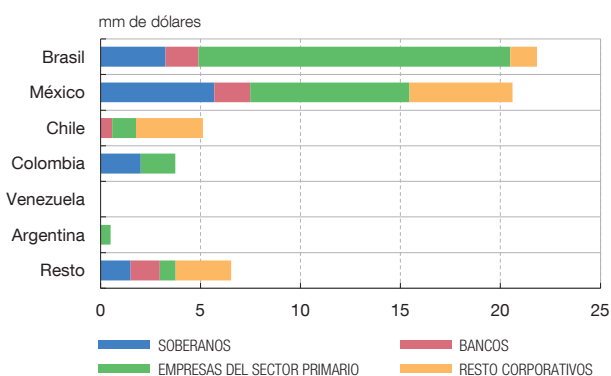
FLUJOS DE INVERSIÓN DIRECTA ACUMULADOS EN DOCE MESES



FLUJOS DE INVERSIÓN DE CARTERA ACUMULADOS EN DOCE MESES



EMISIONES INTERNACIONALES EN AMÉRICA LATINA: DE OCTUBRE DE 2013 A MARZO DE 2014

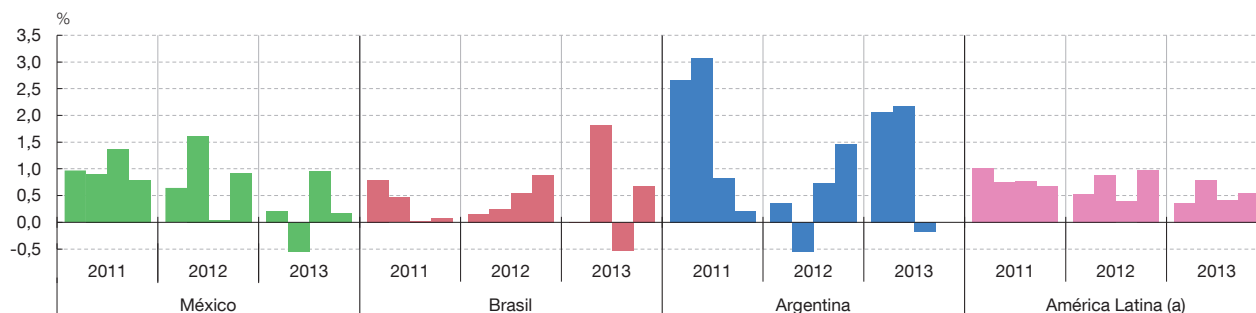


FUENTES: Datastream, Dealogic y estadísticas nacionales.

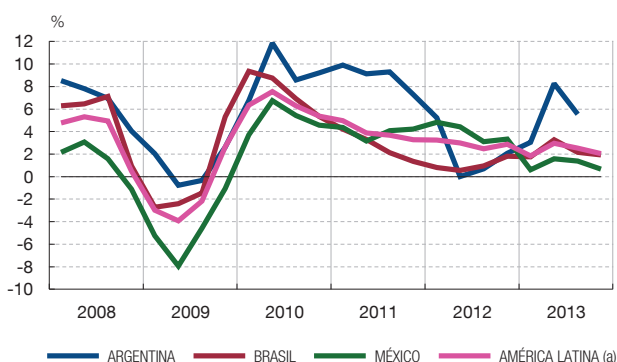
Los tipos de cambio de las monedas de la región mantuvieron una ligera tendencia general hacia la depreciación a lo largo de los seis últimos meses, con excepción del peso mexicano, que se apreció un 0,8 % desde octubre. La depreciación acumulada frente al dólar fue más acusada en el caso del real brasileño (-2 %), a pesar de la intervención del banco central en los mercados de divisas y de las sucesivas subidas del tipo de interés oficial, y en las monedas de países con economías más ligadas al precio de las materias primas, como Chile (-8,8 %) y Colombia (-3,2 %). En algunos casos, las depreciaciones registradas desde mayo de 2013 han permitido corregir la apreciación previa del tipo de cambio real (véase gráfico 4).

Finalmente, cabe destacar que, a pesar de las peores perspectivas de crecimiento, las economías latinoamericanas consolidaron un flujo de elevadas entradas de inversión exterior directa en 2013 (163 mm, 8,7 mm más que en 2012) (véase gráfico 5). Cabe destacar las entradas en México, que rompieron la tendencia a la baja registrada desde la crisis de 2008, así como el aumento de las entradas en Colombia y la recuperación de Venezuela, en el sector petrolero. En sentido contrario, Brasil, Perú y Chile registraron menores entradas, si bien en niveles históricamente elevados. Por otra parte, las entradas de capital de cartera se redujeron en cerca de 30 mm en 2013, hasta niveles similares a los de 2011 (véase gráfico 5), caída que se concentró en México y Chile en el segundo trimestre del año. Entre octubre de 2013 y marzo de 2014, las emisiones de renta fija de la región alcanzaron los 60 mm de dó-

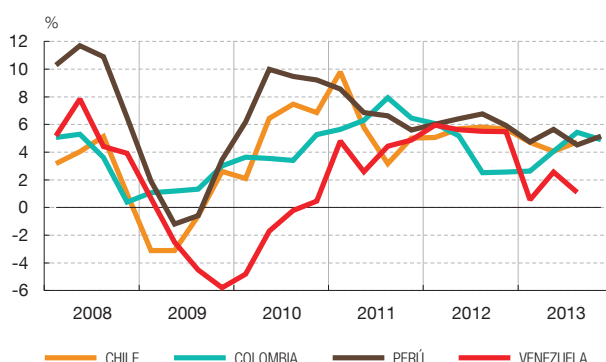
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas trimestrales



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas interanuales



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas interanuales



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a Agregado de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, en media ponderada por el peso en el PIB de la región.

lares, destacando la actividad emisora en México, tanto por parte del Tesoro —con operaciones de refinanciación de deuda a corto plazo y emisiones a muy largo plazo en divisas— como de la petrolera estatal (23% del total entre ambos), y una colocación de 8,5 mm de dólares por parte de la petrolera estatal brasileña (véase gráfico 5).

Actividad y demanda

Las economías latinoamericanas² no pudieron consolidar en el segundo semestre de 2013 la incipiente recuperación que se atisbaba a mediados de año (véanse gráfico 6 y cuadro 1). Tras un crecimiento intertrimestral relativamente débil en el tercer y cuarto trimestres, el PIB promedio de la región se desaceleró del 3,5% interanual en el segundo trimestre al 2% en el cuarto. Dentro de esta moderación general de la actividad, siguió habiendo una notable heterogeneidad intrarregional. Así, la actividad en Colombia y Perú, con crecimientos anuales del 4,3% y del 5%, respectivamente, fue mucho más sólida que la media, especialmente en la segunda mitad del año, cuando Colombia registró tasas de crecimiento superiores a las observadas en 2012. Chile, cuya economía venía desacelerándose suavemente, sorprendió a la baja en el cuarto trimestre, con una caída en tasa trimestral que llevó el crecimiento interanual a un 2,7% a finales de año. Tanto México

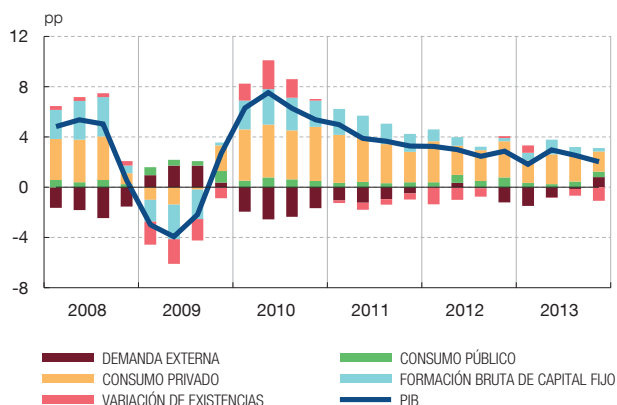
2 Todos los datos del agregado se refieren a América Latina-5 (véase la nota 1 a pie de página).

	2011	2012	2013	2012				2013				2014
				I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	Marzo
PIB (tasa interanual)												
América Latina-7 (a)	4,5	2,9	—	3,6	2,8	2,5	3,0	1,9	3,6	2,8	—	
América Latina-5 (a)	3,9	2,9	2,3	3,2	3,0	2,5	2,9	1,8	3,0	2,5	2,0	
Argentina (b)	8,9	1,9	3,0	5,2	0,0	0,7	2,1	3,0	8,3	5,5		
Brasil	2,7	1,0	2,3	0,8	0,6	0,9	1,8	1,8	3,3	2,2	1,9	
México	4,0	3,9	1,1	4,8	4,4	3,1	3,3	0,6	1,6	1,4	0,7	
Chile	5,8	5,4	4,1	5,1	5,8	5,5	5,2	4,9	3,8	5,0	2,7	
Colombia (c)	6,6	4,0	4,3	6,1	5,2	2,5	2,6	2,6	4,0	5,4	4,9	
Venezuela	4,2	5,6	—	5,9	5,6	5,5	5,5	0,6	2,6	1,1	—	
Perú	6,9	6,3	5,0	6,0	6,4	6,8	5,9	4,7	5,6	4,5	5,2	
IPC (tasa interanual)												
América Latina-7 (a)	6,8	6,2	7,3	6,6	6,1	6,1	6,1	6,4	7,2	7,5	8,0	—
América Latina-5 (a)	4,9	4,5	4,5	4,7	4,3	4,6	4,5	4,5	4,9	4,4	4,3	4,6
Argentina (b)	9,8	10,0	10,6	9,7	9,9	10,0	10,6	10,8	10,4	10,5	10,7	—
Brasil	6,6	5,4	6,2	5,8	5,0	5,2	5,6	6,4	6,6	6,1	5,8	6,2
México	3,4	4,1	3,8	3,9	3,9	4,6	4,1	3,7	4,5	3,4	3,7	3,8
Chile	3,3	3,0	2,1	4,1	3,1	2,6	2,2	1,7	1,9	2,3	2,5	3,5
Colombia	3,4	3,2	2,0	3,5	3,4	3,1	2,8	1,9	2,1	2,3	1,8	2,5
Venezuela	27,2	21,1	38,3	25,1	22,3	19,0	18,8	22,6	33,0	43,4	52,9	—
Perú	3,4	3,7	2,8	4,2	4,1	3,5	2,8	2,6	2,5	3,1	3,0	3,4
Saldo presupuestario (% del PIB) (d)												
América Latina-7 (a) (e)	-2,1	-2,3	—	-2,0	-1,9	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	-2,6	—	
Argentina (b)	-1,7	-2,6	—	-1,9	-1,7	-1,9	-2,4	-2,5	-2,0	-2,3	—	
Brasil	-2,6	-2,5	-3,3	-2,4	-2,6	-2,8	-2,5	-2,8	-2,8	-3,3	-3,3	
México	-2,5	-2,6	-2,4	-2,7	-2,4	-2,2	-2,5	-2,0	-2,2	-2,7	-2,3	
Chile	1,5	0,6	-0,7	1,6	1,1	0,4	0,6	0,2	-0,7	-0,5	-0,7	
Colombia	-2,0	-1,9	-1,9	-2,5	-1,0	-1,2	-1,9	-1,4	-2,5	-2,7	-2,3	
Venezuela	-4,0	-4,8	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
Perú	0,9	1,3	1,3	1,3	2,4	1,6	1,3	1,2	0,7	0,5	0,4	
Deuda pública (% del PIB)												
América Latina-7 (a) (e)	39,1	40,9	—	40,1	40,8	41,0	41,2	41,4	41,3	36,4	—	
Argentina (b)	40,1	41,5	—	39,7	39,5	39,9	41,5	40,6	39,9	—	—	
Brasil	54,2	58,7	57,2	56,2	57,3	58,8	58,7	59,4	59,1	58,3	57,2	
México	28,1	27,7	30,0	28,1	28,0	28,7	27,7	29,3	29,8	30,4	30,0	
Chile	11,1	11,9	12,8	11,2	11,5	11,3	11,9	11,5	12,1	12,6	12,8	
Colombia	33,4	32,2	—	32,9	32,4	32,4	32,2	33,0	33,3	35,0	—	
Venezuela	36,5	—	—	35,1	—	—	—	—	—	—	—	
Perú	21,7	20,1	18,6	20,7	19,8	19,5	20,1	18,9	17,9	17,2	18,6	
Balanza cuenta corriente (% del PIB) (d)												
América Latina-7 (a)	-1,0	-1,6	—	-0,9	-1,2	-1,3	-1,6	-2,1	-2,3	-2,5	—	
Argentina (b)	-0,5	0,0	—	-0,5	-0,4	-0,1	0,0	-0,3	-0,3	-0,7	—	
Brasil	-2,1	-2,4	-3,6	-2,0	-2,2	-2,2	-2,4	-3,0	-3,2	-3,6	-3,6	
México	-1,1	-1,2	-1,8	-1,0	-1,0	-0,7	-1,2	-1,5	-1,7	-2,0	-1,7	
Chile	-1,2	-3,4	-3,4	-1,7	-2,4	-3,0	-3,5	-4,0	-4,1	-3,5	-3,4	
Colombia	-2,9	-3,2	-3,4	-2,7	-3,1	-3,3	-3,3	-3,6	-3,3	-3,3	-3,4	
Venezuela	7,7	2,9	—	6,9	5,7	4,2	2,9	1,7	1,3	1,9	—	
Perú	-1,9	-3,3	-4,9	-1,5	-1,7	-3,0	-3,3	-4,2	-4,5	-4,6	-4,9	
Deuda externa (% del PIB)												
América Latina-7 (a)	20,3	21,2	—	20,5	20,2	21,1	21,1	21,6	20,6	21,2	—	
Argentina (b)	31,5	29,7	—	33,2	28,1	29,9	29,3	30,7	24,5	27,5	—	
Brasil	12,1	13,9	13,9	12,1	12,7	13,5	13,9	14,6	14,1	13,7	13,8	
México	18,1	19,3	20,5	18,4	19,1	19,3	19,3	19,1	18,7	19,3	20,5	
Chile	39,2	44,1	47,2	39,4	40,0	42,0	44,1	43,5	42,9	44,4	47,2	
Colombia	22,5	21,3	24,4	20,7	20,6	21,5	21,3	21,7	22,2	23,9	24,4	
Venezuela	35,0	31,1	—	33,3	31,9	31,8	31,1	31,2	32,0	32,7	—	
Perú	26,9	29,5	29,2	28,8	28,9	29,9	29,5	30,5	29,6	29,3	29,2	

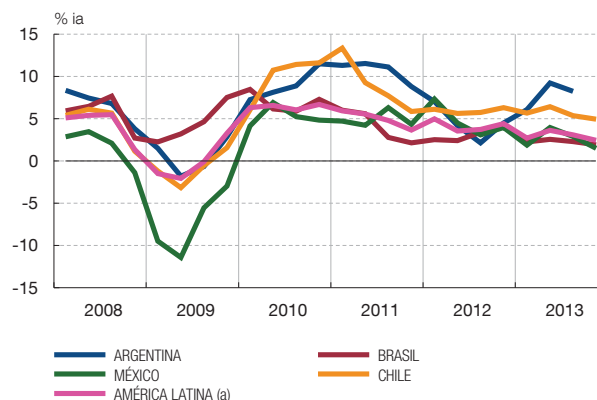
FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a América Latina-7: los siete países representados. América Latina-5: excepto Argentina y Venezuela.
b Datos oficiales. A finales de 2013 se ha producido un cambio metodológico en el PIB y solo se han publicado, por el momento, datos anuales reales. En diciembre de 2013 se empezó a publicar la nueva serie oficial del IPC (IPC Nacional Urbano). No está prevista la publicación de tasas interanuales hasta diciembre de 2014.
c Ajustado de estacionalidad.
d Media móvil de cuatro trimestres.
e Los datos trimestrales del agregado de América Latina no incluyen Venezuela.

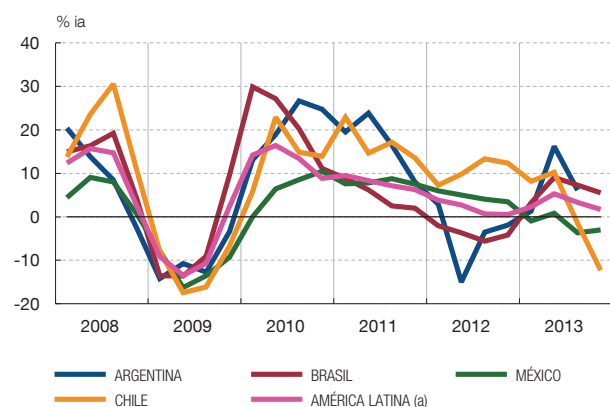
APORTACIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB (a)



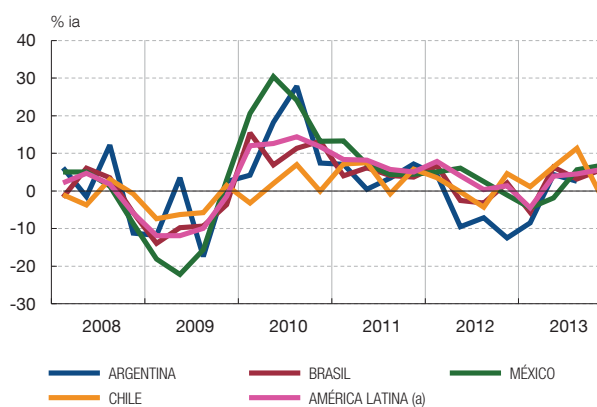
CONSUMO PRIVADO



FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO



EXPORTACIONES



FUENTES: Estadísticas nacionales y Fondo Monetario Internacional.

a Agregado de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, en media ponderada por el peso en el PIB de la región.

(con un exiguo 1,1 % en el año y un 0,7 % interanual en el cuarto trimestre) como Brasil (con un 2,3 % anual en 2013 y un 1,9 % en el cuarto trimestre) mostraron una moderación más evidente en sus ritmos de crecimiento, si bien Brasil resistió mejor de lo esperado en la parte final del año. Argentina y Venezuela, por su parte, experimentaron un parón brusco de la actividad, en un contexto en el que, a pesar de las diferencias en las respuestas de política económica, la situación de fondo (deterioro de las cuentas públicas, sobrevaloración del tipo de cambio real, presiones cambiarias y agotamiento de las reservas internacionales de divisas) parece hacer inevitable el ajuste.

Por componentes, el principal determinante de la moderación del crecimiento en la segunda mitad de 2013 fue la debilidad de la demanda interna, lo que constituye una diferencia importante con respecto a la composición del crecimiento de los últimos años (véase gráfico 7). Aunque su perfil interanual mostró altibajos a lo largo de 2013, la demanda interna ha tendido a suavizar su dinamismo hacia tasas cercanas al 1 % interanual en el cuarto trimestre de 2013, 2 pp por debajo de la de comienzos de año. En cambio, la demanda externa dejó de contribuir negativamente al crecimiento, pasando a tener una aportación positiva (+0,8 pp) desde el cuarto trimestre, en un contexto de mejora gradual de las exportaciones y de pérdida de dinamismo de las importaciones. Esta evolución

puede ser un signo incipiente de reequilibrio en las fuentes de crecimiento de la región, con una contribución menos expansiva de la demanda interna con respecto a los últimos años y una más positiva del sector exterior.

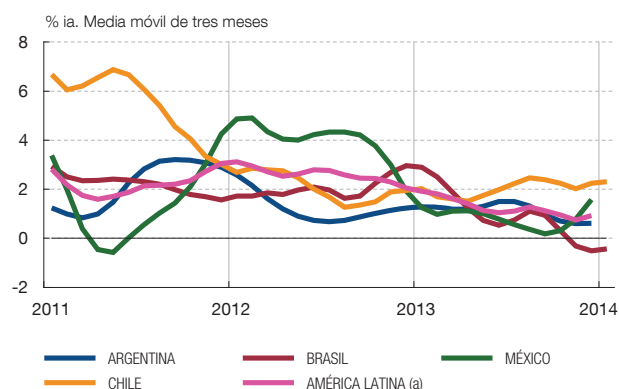
La desaceleración de la demanda interna tuvo su origen en el debilitamiento de la formación bruta de capital (véase gráfico 7), que, tras repuntar en el promedio de la región hacia tasas del 5,5 % interanual en el segundo trimestre, no pudo consolidar ese ritmo y terminó el año creciendo un 1,5 % interanual, aunque con una importante dispersión entre países. En México y en Chile la inversión registró tasas interanuales del -3 % y el -12,7 %, respectivamente (en el primero con un importante componente transitorio y en el segundo de manera inesperada), y en Perú se desaceleró de forma súbita hasta el 1,2 % interanual, desde el 9,5 % en el segundo trimestre. Sin embargo, en Brasil, donde la inversión había languidecido en 2012, se produjo una recuperación, más intensa en la parte central del año -9,1 % interanual en el segundo trimestre- y algo más moderada después, con un avance del 5,5 % interanual en el cuarto trimestre. En Colombia, tras un comienzo suave en 2013, repuntó fuertemente, hasta el 8 % a finales de año.

En el promedio de la región, el principal motor de la demanda interna siguió siendo el consumo privado (véase gráfico 7), que mantuvo tasas de avance robustas, gracias a la solidez que siguen mostrando los mercados laborales, pues la tasa de paro cerró el año 2013 en el 6,1 % de la población activa, en torno al mínimo histórico. Pese a ello, la creación de empleo tendió a moderarse (véase gráfico 8), en línea con lo ocurrido en 2012, y otros determinantes del consumo, como los salarios y el crédito, registraron crecimientos menores que los observados con anterioridad. Ello puede explicar que en países como Brasil y México se haya observado una sensible desaceleración del consumo privado, hacia tasas del 1,9 % y el 1,5 % interanual, respectivamente, en el cuarto trimestre del año. Finalmente, el consumo público mantuvo un ritmo de avance elevado en la mayoría de países de la región, especialmente entre los más dinámicos, como Colombia, Perú y Chile, donde superó el crecimiento de los dos años previos.

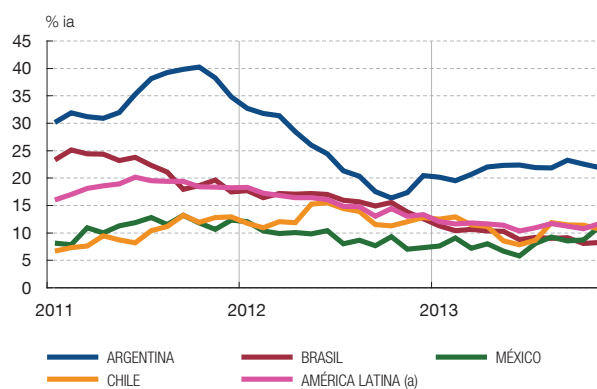
En cuanto a la demanda externa, cabe destacar el creciente dinamismo de las exportaciones en la segunda mitad de 2013, con un crecimiento del 5,6 % interanual en el cuarto trimestre del año. Destacan los casos de México y Perú, donde las exportaciones crecieron un 6,7 % y un 3,1 %, respectivamente, en el cuarto trimestre tras el desplome observado en el primer trimestre, y la leve recuperación de Brasil en el conjunto de 2013 (2,5 %), tras la atonía mostrada en 2012. Por el contrario, en Chile las exportaciones sufrieron un parón brusco en el cuarto trimestre, después de crecer un 11 % en el tercero. Por su parte, las importaciones registraron una notable pérdida de vigor en la parte final de 2013, al pasar del 7,3 % interanual en el tercer trimestre al 2,3 % en el cuarto, arrastradas por la desaceleración de la formación bruta de capital y, posiblemente, también por la depreciación generalizada de los tipos de cambio de la región.

Los indicadores de alta frecuencia apuntan hacia una continuada debilidad en el comienzo de 2014, si bien con divergencias por países. Así, mientras que algunos indicadores contemporáneos de actividad y producción industrial crecían a buen ritmo en Brasil, en Perú y Chile mostraban cierta moderación, con señales de atonía de la demanda externa que estarían repercutiendo negativamente en la actividad productiva del sector exportador. Por el lado de la demanda, las ventas minoristas marcaron un notable dinamismo en enero, si bien las señales en febrero son mixtas, con caídas en los índices de confianza, tanto empresarial como del consumidor, en Brasil, y con una evolución más positiva en México y Perú. En Argentina y Venezuela se asiste a un derrumbe de los indicadores de confianza, que podría estar anticipando una caída de la actividad.

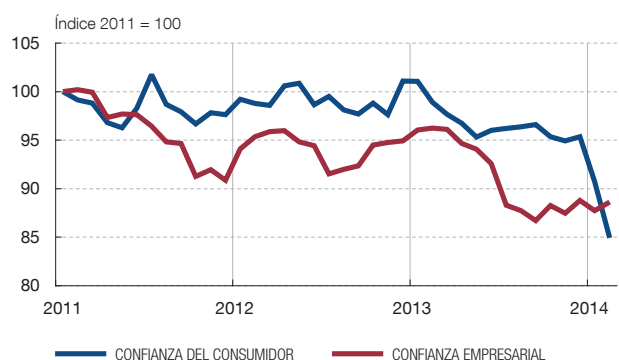
CREACIÓN DE EMPLEO



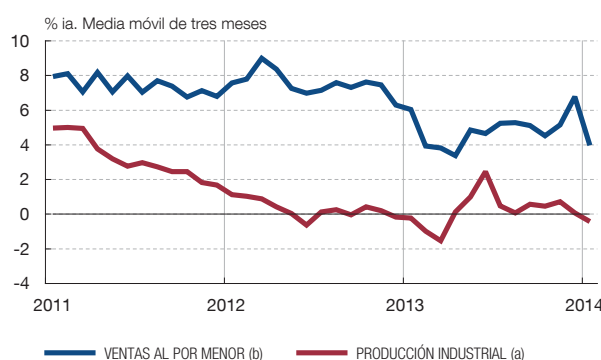
VARIACIÓN REAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO



ÍNDICES DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR Y EMPRESARIAL



INDICADORES DE DEMANDA Y ACTIVIDAD



FUENTES: Estadísticas nacionales y Datastream.

- a Agregado de las siete principales economías, en media ponderada por el peso en el PIB de la región.
- b Agregado de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Venezuela.

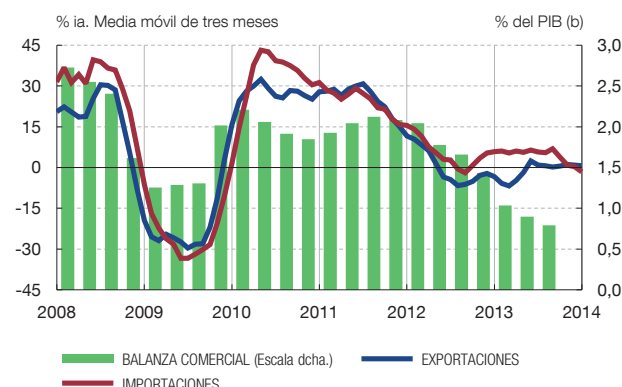
En el frente exterior, el superávit comercial siguió reduciéndose hasta el 0,8 % del PIB regional, menos de la mitad del observado en 2012, estabilizándose en el cuarto trimestre. Esta estabilización es debida a una reactivación de las exportaciones de las mayores economías de la región —Brasil y México—, comportamiento que contrasta con la caída interanual registrada en otros grandes exportadores de materias primas, como Chile, Colombia y Perú. Por su parte, las importaciones se aceleraron hasta el tercer trimestre de 2013, moderándose en el cuarto y favoreciendo, así, la estabilización del superávit comercial. Por países, la reducción del superávit fue más acentuada en América del Sur y en los países exportadores de materias primas, salvo en Chile, donde mejoró por la caída de las importaciones, ligada a la debilidad de la inversión.

Pese a esta estabilización del superávit comercial en la parte final del año, el déficit por cuenta corriente continuó ampliándose en el promedio de la región (véase gráfico 9), hasta el 2,5 % del PIB en el cuarto trimestre, el mayor registro de la última década. Destacan el prolongado deterioro del déficit corriente de Brasil (que alcanzó el -3,6 % del PIB), el de Perú (hasta el -4,9 %) y el de México (-1,7 %), propiciados por la pérdida de ingresos de las remesas y el aumento de los pagos por rentas de la inversión. En el resto de países, el déficit se mantuvo

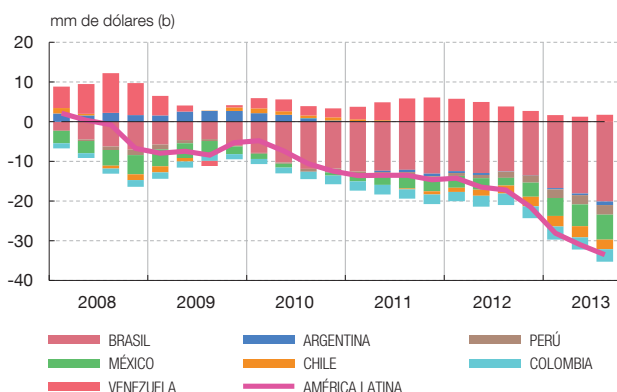
PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS



EXPORTACIONES E IMPORTACIONES (a)



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



TÉRMINOS DE INTERCAMBIO (c)



FUENTES: Datstream, estadísticas nacionales y bancos centrales.

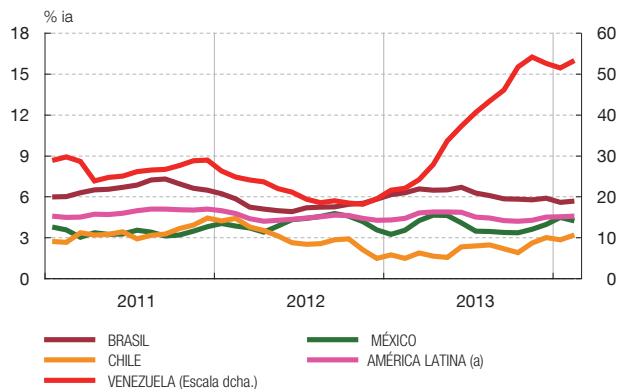
- a Datos de aduanas en dólares, agregado de las siete principales economías.
- b Media móvil de cuatro trimestres.
- c Agregado de las siete principales economías, en media ponderada por el peso en el PIB de la región.

estable, e incluso se redujo levemente en Chile, hasta el -3,4 % del PIB. Por lo general, la financiación de los déficits por cuenta corriente se ha cubierto, en su mayor parte, con entradas de inversión extranjera directa (IED), que han mantenido un buen ritmo durante el año, aunque en algunos casos —como Brasil y Perú— la ratio de cobertura se ha deteriorado ante la fuerte expansión del déficit y cierta moderación de la IED. Finalmente, en Venezuela y Argentina la fuerte depreciación del tipo de cambio y la contracción de la actividad habrían frenado las importaciones reales, pero disparado su valor, mientras que las exportaciones también han caído, con el consiguiente deterioro de sus respectivas cuentas corrientes.

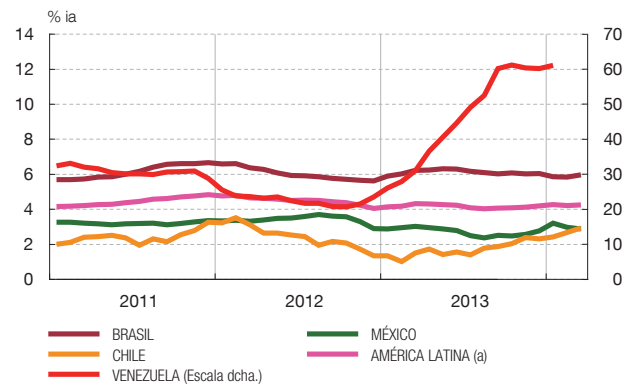
Precios y políticas económicas

En los cinco países con objetivos de inflación —que implica excluir de nuevo Argentina y Venezuela—, la inflación interanual repuntó ligeramente, desde un 4,4 % a un 4,6 % entre septiembre y marzo (véase gráfico 10). Los precios de consumo tendieron al alza de forma relativamente generalizada por países, en especial al comienzo de 2014, en parte como consecuencia de la elevación de los precios de los alimentos y de la depreciación de los tipos de cambio. En Brasil, pese a que la inflación venía moderándose, se mantiene la más elevada de los cinco, y recientemente ha vuelto a repuntar (6,2 % interanual en marzo). En cualquier caso, las principales

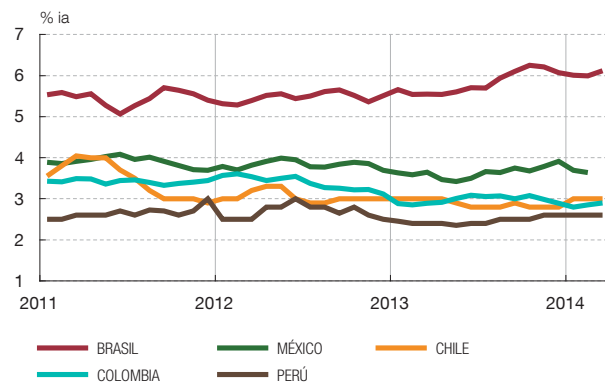
TASA DE INFLACIÓN



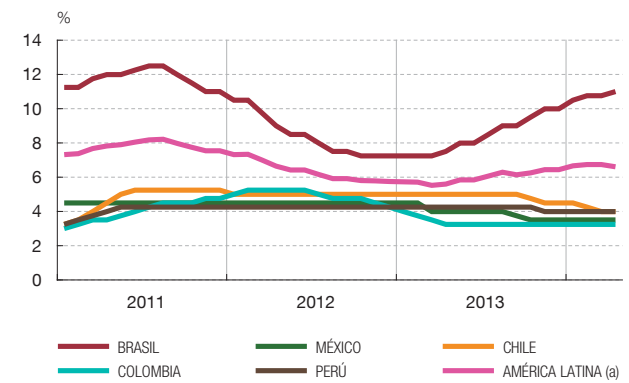
TASA DE INFLACIÓN SUBYACENTE



EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A DOCE MESES



TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



FUENTES: Datastream y estadísticas nacionales.

a Agregado de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, en media ponderada por el peso en el PIB de la región.

tensiones y riesgos se concentran en Venezuela y Argentina, donde la inflación se situó en febrero en tasas del 53% interanual y del 3,4% mensual, respectivamente³.

Las perspectivas de inflación difieren por países. Por un lado, en Brasil los precios siguen mostrando resistencia a la baja y las expectativas se han mantenido en la parte alta del rango objetivo, pese a la debilidad del crecimiento y al endurecimiento de la política monetaria en el último año (véase cuadro 2). La depreciación del tipo de cambio, la elevación de los precios de los alimentos y el riesgo de elevación del precio de la energía, dada la situación de sequía, podrían seguir dificultando la moderación de los precios. También en Chile la depreciación del tipo de cambio podría imponer una mayor presión sobre los precios en el corto plazo. En Colombia se espera que la inflación siga aumentando suavemente, hasta estabilizarse en torno al nivel objetivo del banco central, tras situarse temporalmente en la parte baja de la banda a finales de 2013. En Perú y México el repunte reciente parece deberse en mayor medida a factores temporales de oferta, por lo que cabría esperar una reconducción en los próximos trimestres. En todos los casos, la

3 De acuerdo con la nueva metodología del IPC, que solo publica datos mensuales.

País	2013			2014		2015
	Objetivo	Diciembre	Cumplimiento	Marzo	Expectativas (a)	Expectativas (a)
Brasil	4,5 ± 2	5,9	Sí	6,2	6,0	5,6
México	3 ± 1	4,0	Sí	3,8	4,1	3,5
Chile	3 ± 1	3,0	Sí	3,5	3,1	3,0
Colombia	3 ± 1	1,9	Sí	2,5	3,1	3,1
Perú	2 ± 1	2,9	Sí	3,4	2,7	2,6

FUENTES: Estadísticas nacionales y *Consensus Forecasts*.

a *Consensus Forecasts* de marzo de 2013 para final de año.

depreciación cambiaria acumulada introduce el principal riesgo al alza, aunque el *pass-through* es reducido y no se observan efectos de segunda ronda.

La respuesta de las políticas monetarias también ha sido distinta. En Brasil, la autoridad monetaria prolongó la fase contractiva de su política, iniciada en abril de 2013, con nuevas subidas del tipo de interés oficial entre octubre y abril, hasta el 11 %. En el extremo opuesto, el banco central de Chile inició el pasado octubre un ciclo expansivo, en respuesta a la desaceleración de la actividad, con cuatro recortes, hasta el 4 %. Perú también ha mostrado un sesgo expansivo: tras la rebaja inesperada de 25 pb en noviembre, el tipo de interés oficial se ha mantenido en el 4 %, pero el banco central ha continuado reduciendo los encajes bancarios en moneda local, tratando de contrarrestar el drenaje de liquidez en moneda local derivado de la intervención en el mercado de cambios para contener la depreciación. En el resto de países, el tono fue acomodaticio: México ha mantenido el tipo de interés oficial en el 3,5 %, tras la rebaja de 25 pb en octubre, mientras que en Colombia el tipo oficial se sitúa en el 3,25 % desde hace un año.

En el ámbito cambiario, las autoridades han seguido permitiendo que las monedas se deprecien en el último trimestre de 2013 y en la parte transcurrida del año actual, si bien la depreciación ha sido en general menos intensa que en el episodio del pasado verano. México y Chile no intervinieron en los mercados de cambios; sin embargo, en otros países las autoridades monetarias han intervenido para modular esa depreciación y evitar una volatilidad excesiva, con posibles efectos indeseados sobre la inflación o sobre la posición financiera de los agentes económicos, en economías dolarizadas. Así, en Brasil se amplió el programa de venta de *swaps* de dólares iniciado en el verano de 2013 hasta finales de 2014, y en Perú se mantuvo la política de intervención habitual en el mercado al contado. Colombia, en cambio, mantuvo su programa de compra de reservas, limitado en cuantía. En todo caso, los indicadores de vulnerabilidad exterior de estas economías siguen siendo robustos, el nivel de reservas exteriores es adecuado, y el cociente de reservas sobre deuda exterior a corto plazo, manejable (véase recuadro 2).

Mención especial merecen Venezuela y Argentina, donde las respectivas inflaciones, las más elevadas de la región, se han elevado hasta niveles máximos de los últimos años, empujadas por las fuertes depreciaciones cambiarias. En el caso de Venezuela, la escalada de precios refleja la escasez generalizada de productos, pues la caída de las reservas de divisas constriñe las importaciones, y la monetización del creciente déficit fiscal. Ante esta situación, la respuesta de la política ha sido la creación de un sistema de tipos de

cambio múltiples que implica una fuerte devaluación del tipo de cambio y que en todo caso produce solo un alivio transitorio sobre las cuentas públicas, pero no se han anunciado avances en otros ámbitos. En el caso argentino, los pasos hacia la corrección de la sobrevaloración cambiaria se enmarcan en una reorientación más amplia de la política económica. Las medidas adoptadas por las autoridades económicas de Argentina y Venezuela se detallan en la sección de «Evolución económica por países».

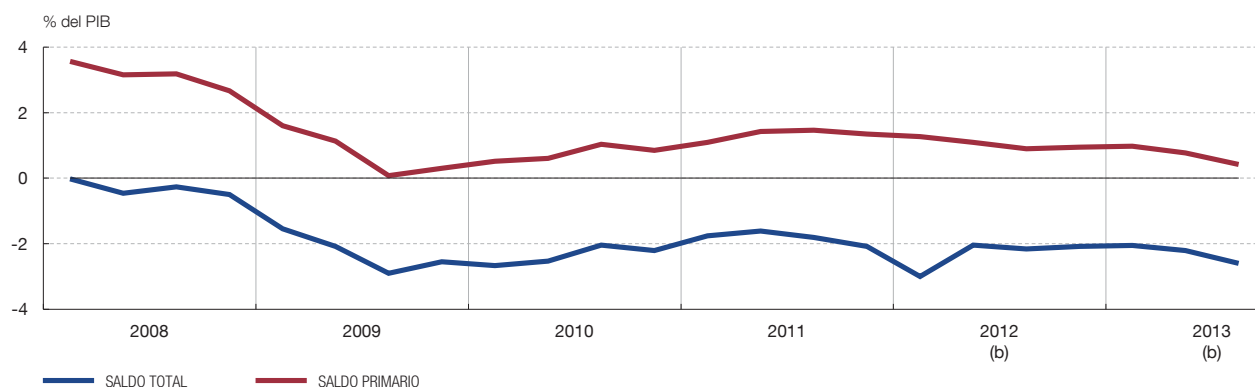
En el ámbito de la política fiscal, se ha producido una caída generalizada de la recaudación en 2013, derivada de la desaceleración cíclica de la región y de los menores ingresos por materias primas, mientras que los gastos mantienen tasas de crecimiento robustas (véase gráfico 11). Ello ha llevado a que varias economías, como Perú y Colombia, se sumen a otras que ya estaban experimentando un deterioro en sus saldos fiscales. En Brasil, la política fiscal ha mantenido el tono expansivo en los últimos años, amplificado por una política de impulso al crédito dirigido, al tiempo que se han incumplido los objetivos presupuestados, pese a sufrir revisiones intermedias. Esta es una de las razones tras la reciente rebaja del *rating* crediticio, que pone de manifiesto la estrechez de los márgenes fiscales. En 2014, el Gobierno prevé un tono neutral, con un superávit primario estable en el 1,9 % del PIB. México cumplió el objetivo fiscal, con un déficit del 2,3 % del PIB. La política fiscal será más expansiva en 2014, aunque dentro del ámbito de la nueva regla fiscal.

Comercio y reformas

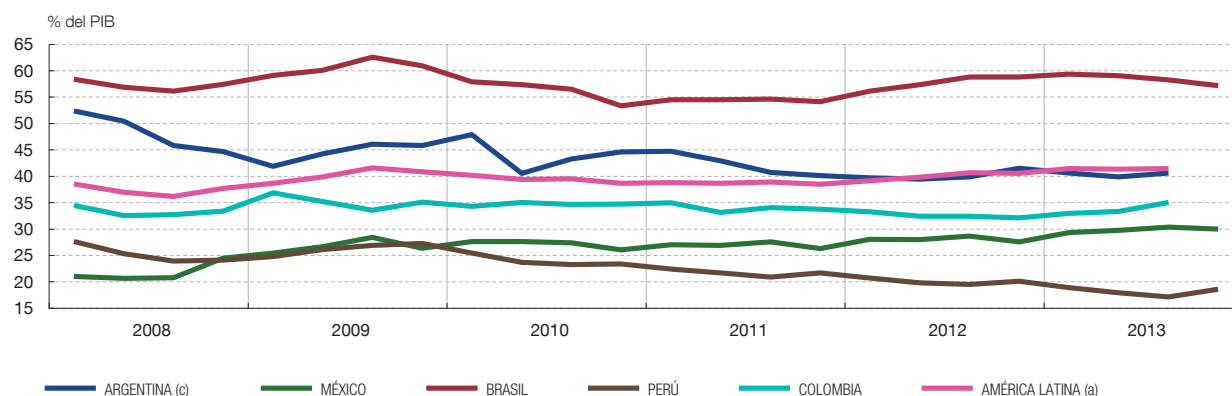
Los procesos de integración regional registraron, como en meses precedentes, avances a distintos ritmos según se examine el grupo de países más orientados al Pacífico, con mayores progresos, o el Cono Sur. A escala global se consolida la tendencia hacia una mayor liberalización comercial, reflejada en el primer acuerdo multilateral alcanzado desde 1995 —en la cumbre de la OMC de Bali— y en el avance, aún con dificultades, de las negociaciones de acuerdos multinacionales como el Transpacífico o el acuerdo entre Estados Unidos y la Unión Europea. En este contexto, en febrero de 2014 se firmó finalmente el protocolo para la liberalización del comercio entre los países de la Alianza del Pacífico (Colombia, Perú, Chile y México), que deja sin efecto los aranceles para el 92 % de los intercambios. Al tiempo, se iniciaron negociaciones o se aprobaron acuerdos de libre comercio con otros mercados, como Turquía (Perú), Tailandia (Perú y Colombia) o Panamá (México y Colombia). Por su parte, los países del MERCOSUR parecen seguir manteniéndose al margen de estas tendencias. La disputa política por la adhesión de Venezuela y la suspensión de Paraguay centraron la atención en el semestre, y se aplazó la entrega de ofertas para reanudar las negociaciones del tratado con la Unión Europea, debido, fundamentalmente, a la baja cobertura de productos susceptibles de liberalizar ofrecida por Argentina. Ello generó tensiones dentro del grupo, dado que Brasil y Uruguay volvieron a reclamar la anulación de la obligatoriedad de negociar acuerdos en bloque. Cabe destacar, finalmente, el avance de las negociaciones entre la UE y Ecuador para firmar un tratado de cooperación.

En el ámbito de las reformas estructurales, se aprobó la reforma fiscal en México a finales de 2013 —algo menos amplia de lo esperado, pero que incluye una regla fiscal estructural—, y la del sector energético, que resultó ser más ambiciosa de lo inicialmente planeado, además de estar en línea con las recomendaciones principales de los organismos multilaterales. En el caso de Perú, se aprobó una reforma de la ley de responsabilidad fiscal para, igualmente, dotarla de un carácter más estructural. En Chile, el cambio de gobierno supuso la creación de nuevos beneficios sociales, y se anunció la reforma tributaria que servirá para financiar la reforma educativa. En Argentina se resolvió la disputa entre el Ejecutivo y Repsol por la expropiación de YPF, y comenzó a publicarse un indicador de precios más acorde con las recomendaciones del FMI.

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



DEUDA PÚBLICA BRUTA



FUENTES: Estadísticas nacionales.

- a Agregado de las siete principales economías, en media ponderada por el peso en el PIB de la región.
- b En Venezuela, datos trimestrales estimados en 2012 a partir del dato anual. En 2013, agregado sin Venezuela.
- c Excluida la deuda no presentada al canje en 2005 y 2010.

Evolución económica por países

En *Brasil*, el PIB del cuarto trimestre sorprendió favorablemente, al crecer un 0,7 % en tasa trimestral —tras caer un 0,5 % en el tercero—, pero la recuperación sigue a ritmo lento, con un crecimiento interanual del 1,9 % en dicho trimestre, inferior al 2,2 % del trimestre previo. De hecho, en el conjunto de 2013 la economía creció un 2,3 % (1 % en 2012), por debajo de lo que se esperaba a comienzos de año. Por componentes de demanda, el mayor crecimiento en 2013 se explica por el repunte de la inversión, que creció un 6,3 %. El consumo, tanto privado como público, se desaceleró respecto al año anterior, afectado por la alta inflación, una menor confianza, la elevación de los costes de financiación y el menor crecimiento del crédito para consumo. Por su parte, la demanda externa tuvo una aportación negativa en el conjunto de 2013 (-0,9 pp), dado el mayor dinamismo de las importaciones —impulsadas por la mejoría de la inversión— que el de las exportaciones, que en todo caso se recuperaron en el segundo semestre, ayudadas por la depreciación del real. La inflación, pese a evidenciar cierta moderación desde junio, se mantuvo en niveles elevados (6,2 % interanual en marzo), con riesgos al alza, derivados de la fuerte depreciación acumulada en el último año, superior al 11 % frente al dólar, que podría ser persistente, y la posible reducción de subsidios a ciertos productos regulados. El crédito libre se desaceleró apreciablemente, sobre todo el de consumo, si bien el crédito total mantuvo su dinamismo por la bonanza del crédito dirigido. En este contexto, el banco

Durante los últimos episodios de turbulencias, las economías emergentes percibidas como más vulnerables, por registrar mayores desequilibrios macroeconómicos, han sufrido un impacto mayor (véase gráfico 1). A ello ha contribuido también, según los casos, la mayor profundidad de sus mercados financieros, así como la fuerte apreciación de sus monedas y las entradas de

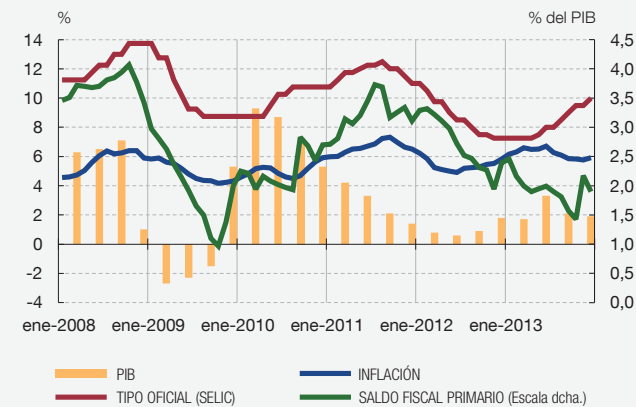
capitales recibidas durante la fase expansiva anterior¹. Brasil ha sido uno de los países que ha experimentado una mayor volatilidad.

1 Véase B. Eichengreen y P. Gupta (2014), *Tapering Talk: the Impact of Expectations of Reduced Federal Reserve Security Purchases on Emerging Markets*, Policy Research Working Paper Series 6754, Banco Mundial.

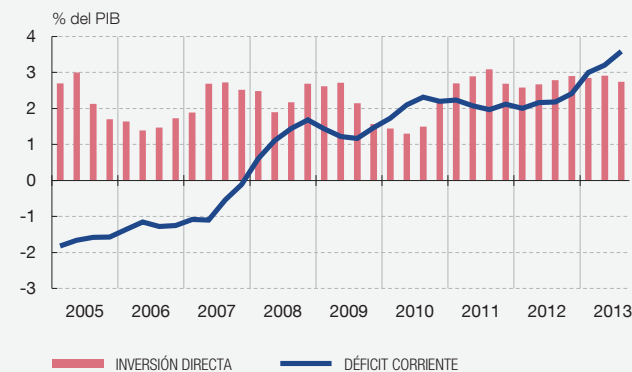
1 EFECTO DEL TAPERING EN BRASIL



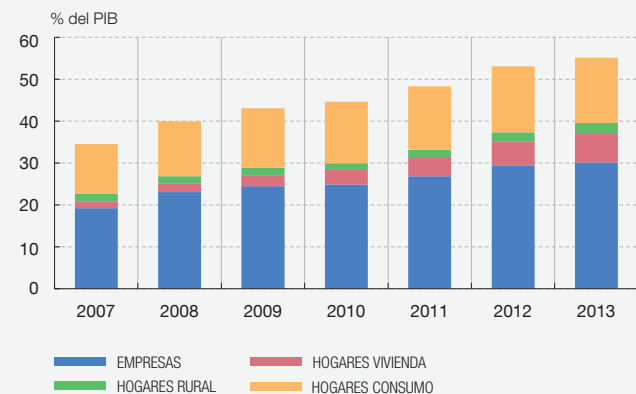
2 PIB Y POLÍTICAS MACROECONÓMICAS



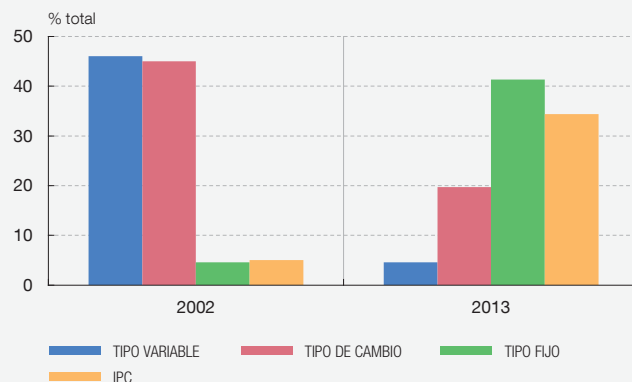
3 CUENTA CORRIENTE E INVERSIÓN DIRECTA



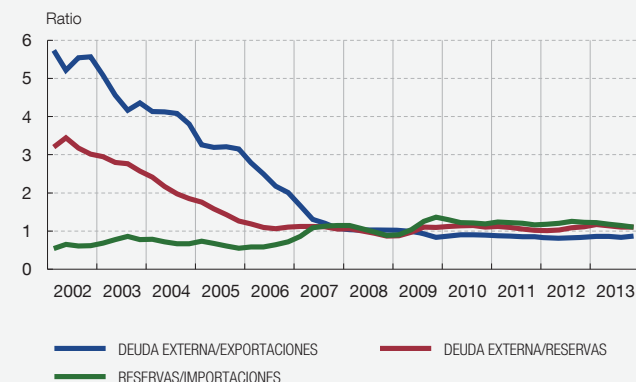
4 CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO



5 ESTRUCTURA DE LA DEUDA PÚBLICA



6 INDICADORES DE VULNERABILIDAD EXTERIOR



FUENTES: IBGE, Ministério da Fazenda, Banco Central do Brasil, Datastream, IPEA y Banco de España.

Además, la agencia S&P ha revisado su *rating* a la baja recientemente. Si bien es cierto que la economía brasileña presenta desequilibrios económicos significativos, también cuenta con resortes que podrían mitigar los efectos de un entorno económico y financiero menos favorable. En este recuadro se evalúan las vulnerabilidades y fortalezas de la economía brasileña en el actual escenario económico internacional.

Desde 2003, Brasil experimentó una etapa de crecimiento económico sostenido, respaldado por el ciclo alcista de las materias primas. En paralelo, se adoptó un conjunto de reformas institucionales y se reforzaron los marcos de políticas económicas, de forma que afianzaron la estabilidad macroeconómica. Por ello, Brasil pudo afrontar la reciente crisis global con margen de maniobra para adoptar políticas decididamente contracíclicas —en algunos casos, basadas en un mayor activismo del sector público—, sorteándola con un notable dinamismo (véase gráfico 2). No obstante, ello también contribuyó a crear unas expectativas de crecimiento excesivas. Durante los años de expansión, Brasil apenas ha avanzado en la introducción de reformas estructurales necesarias para incrementar la productividad —como el desarrollo de infraestructuras o la simplificación del sistema impositivo y de la burocracia²—, lo que no ha facilitado la reducción de las rigideces de oferta tradicionales y ha constreñido la ratio de inversión, que se ha mantenido entre las más bajas de la región (18 % del PIB). Cuando en 2011 la actividad se enfrió inesperadamente y ciertos desequilibrios —inflación y déficits exterior y fiscal— se ampliaron, las rigideces estructurales afloraron, provocando una revisión de las expectativas de crecimiento. Así, por ejemplo, el FMI, en su último análisis regular sobre Brasil (artículo IV), redujo el crecimiento potencial hasta el 3,5 %.

El déficit exterior es percibido por los inversores como otro foco de vulnerabilidad, en un contexto de tendencia al endurecimiento de las condiciones financieras globales. El saldo por cuenta corriente de Brasil se ha deteriorado desde 2008, hasta registrar un déficit del -3,6 % del PIB en 2013 (véase gráfico 3), dejando atrás la fase de superávit. Esta evolución se explica, en parte, por la ralentización económica mundial y el deterioro de la relación real de intercambio, pero también pone de manifiesto la pérdida de competitividad de Brasil, relacionada con la fortaleza del tipo de cambio³, unos costes laborales crecientes⁴ y un bajo incremento de la productividad⁵. En el corto plazo, la depreciación del real será la principal fuente de ganancia de competitividad de la economía, que actuará de colchón contra la moderación de la demanda interna, si bien no puede sustituir a las políticas de oferta, necesarias para impulsar la competitividad y el potencial de crecimiento.

Los escasos avances en el área de las reformas estructurales han mermado el sentimiento inversor hacia Brasil. En general, se ha

observado una cierta tendencia a incrementar el papel del Estado en la economía, timidez a la hora de ahondar en políticas liberalizadoras y cierta relajación en el cumplimiento de los objetivos macroeconómicos. La inflación se mantiene en torno al 6 %, 1,5 pp por encima del objetivo central, pese a que la economía lleva tres años creciendo por debajo del potencial; y el superávit fiscal primario ha caído del 3,1 % al 1,9 % del PIB entre 2011 y 2013, incumpliendo las metas del Gobierno. La política monetaria ha tenido que endurecerse —la tasa Selic aumentó 375 pb, hasta el 11 % entre abril de 2013 y abril de 2014—, dada la resistencia de la inflación, con riesgos al alza. Por el contrario, la política fiscal y el crédito dirigido han sido expansivos (véase gráfico 4). Aunque el Gobierno planea una política fiscal neutral para 2014 (objetivo de superávit primario del 1,9 % del PIB) y una moderación del crédito público, la coincidencia de un año electoral plantea dudas sobre su cumplimiento (así, las agencias de calificación crediticia apuntan a la situación fiscal como uno de los principales factores de riesgo).

El crédito bancario al sector privado creció a una tasa media anual del 21 % entre 2004 y 2013, apoyado en la estabilidad macroeconómica, la reducción del coste de financiación, un crecimiento estable del empleo y una política de fomento del crédito dirigido a través de los bancos públicos. Este crecimiento favoreció la profundización financiera de la economía, pero en algunos segmentos el ritmo ha sido demasiado elevado. La capacidad de pago de los agentes privados, menguada por la existencia de elevados tipos de interés (cerca del 30 % para el crédito libre) y plazos medios reducidos, podría debilitarse adicionalmente al endurecerse las condiciones financieras. No obstante, hay factores que moderarían esta fuente de riesgo: el *stock* de crédito es reducido (54 % del PIB), especialmente el hipotecario (6 % del PIB); el sistema bancario está bien capitalizado (ratio de solvencia del 15 %), con elevadas provisiones (ratio de cobertura de 1,5) y morosidad contenida (3,6 %); y la política macroprudencial es activa y estricta.

En todo caso, la economía brasileña cuenta con fortalezas importantes que mitigan muchos de los riesgos apuntados. Por un lado, el marco de políticas económicas es una fortaleza, pese al deterioro reciente, con un banco central cuyo objetivo es el control de la inflación, un tipo de cambio flexible y la adhesión a una ley de responsabilidad fiscal. Además, la deuda pública tiene ahora una estructura más sostenible (véase gráfico 5), con un peso reducido de la deuda en moneda extranjera (un 4,7 % del total en 2013) y un plazo medio de 4,4 años. Esta mejora ha mitigado el riesgo cambiario y el de tipo de interés, relajando las restricciones sobre la gestión de política monetaria, antes limitada por el elevado peso de la deuda a corto plazo y en moneda extranjera. El *stock* de reservas exteriores hace que el nivel de deuda pública neta sea reducido (35 % del PIB); de hecho, el sector público mantiene una posición acreedora neta en moneda extranjera, de forma que una depreciación reduce el *stock* de deuda neta.

Adicionalmente, la vulnerabilidad exterior es menor que en el pasado (véase gráfico 6), lo que reduce la probabilidad de una crisis de balanza de pagos como las registradas en períodos anteriores (1998-2002). Por un lado, el déficit corriente se financia básicamente

2 Véase FMI (2013), *Article IV and Selected Issues, Brazil*, julio.

3 Véase Banco Mundial (2013), *Latin America's Deceleration and the Exchange Rate Buffer*, Semiannual Report, octubre.

4 Véase OCDE (2013), *Economic Review, Brazil*, agosto.

5 Véase S. Sosa, E. Tsounta y H. S. Kim (2013), *Is the Growth Momentum in Latin America Sustainable?*, IMF Working Paper/13/109.

con inversión extranjera directa, que es una fuente estable de financiación, si bien el reciente incremento del déficit exterior ha deteriorado algo esa ratio. Fruto de ese patrón de financiación, la economía brasileña mantiene su posición neta deudora frente al resto del mundo en niveles manejables (14 % del PIB). La mayor parte de los pasivos exteriores son de inversión directa (46 %), porcentaje que ha aumentado significativamente desde 2002 en detrimento de la otra inversión; además, están denominados mayoritariamente en moneda local (en un 70 %). Por otro lado, las reservas exteriores representan el 17 % del PIB, cifra equivalente a más de un año de importaciones. Finalmente, la deuda externa bruta se ha reducido a la mitad en la última década, hasta el 15 % del PIB, con un escaso peso de la deuda a corto plazo (10 % del total). Por todo ello, la sostenibilidad de la deuda externa, medida

por las ratios sobre reservas exteriores o exportaciones, ha mejorado, lo que facilita el acceso del soberano a los mercados financieros internacionales.

En definitiva, aunque la economía brasileña es vulnerable ante la aparición de nuevos episodios de turbulencias en los mercados, por la presencia de determinadas fragilidades (deficiencias estructurales, elevado déficit exterior, crecimiento intenso del crédito), también dispone de importantes amortiguadores para afrontarlos y evitar un impacto desproporcionado sobre la actividad económica y la estabilidad financiera. No obstante, los límites al crecimiento son palpables y hacen difícil que la economía pueda crecer de modo sostenido y robusto en los próximos años sin la introducción de nuevas reformas estructurales.

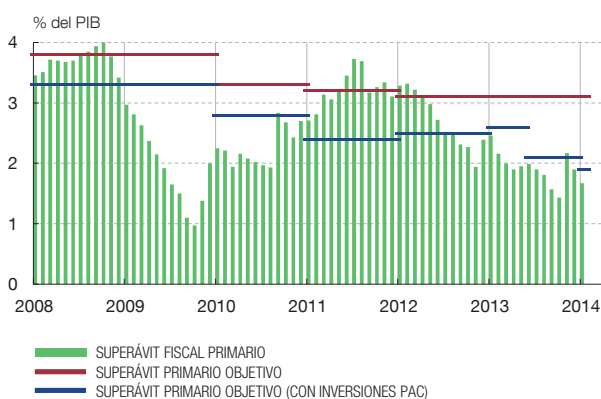
central, habiendo cambiado el sesgo de su política en abril de 2013, acumuló una subida de tipos oficiales de 375 pb, hasta alcanzar el 11 % en abril, si bien en las dos últimas reuniones ha moderado el ritmo de subidas a 25 pb. Por otra parte, el déficit por cuenta corriente se ha ampliado considerablemente, situándose en el 3,7 % del PIB en 2013, como resultado de la práctica desaparición del superávit comercial. Asimismo, el superávit primario del sector público se redujo al 1,9 % del PIB, la peor cifra desde 2001 (véase gráfico 11). En 2014, el objetivo de superávit primario, que inicialmente se fijó en el 2,1 % del PIB, se ha rebajado al 1,9 %, lo que implica un tono más neutral de la política fiscal, frente al expansivo de años previos. Sin embargo, Standard & Poor's recortó en abril la calificación de la deuda soberana de Brasil (la primera rebaja de la calificación del país desde 2002), por el bajo crecimiento, el deterioro acumulado en las cuentas externas y fiscales, y por las dudas sobre la consistencia de la política fiscal y su escaso margen de maniobra ante *shocks* externos. Los indicadores de alta frecuencia han sido algo más positivos en el comienzo de 2014, si bien no acaban de consolidarse. Lo que sí se prevé es cierto cambio en la composición del crecimiento, con una mayor aportación de la demanda externa, ayudada por la depreciación del tipo de cambio y una moderación de la demanda interna.

En México, el PIB registró en 2013 una expansión del 1,1 %, frente al 3,9 % de 2012, muy inferior a lo esperado a principios de año, aparentemente como consecuencia de varios factores de naturaleza temporal: la relativa debilidad de la recuperación americana (sobre todo, en la primera mitad del año), la caída del sector de la construcción, y el retraso en la implementación del gasto público derivado de la entrada de la nueva administración. La demanda externa pasó a tener una aportación positiva en el segundo semestre (1,5 pp de media), ante la fuerte moderación de las importaciones y la acusada recuperación de las exportaciones en el cuarto trimestre (6,7 % interanual). En 2014 se espera una reactivación de la economía, dado el impulso de las políticas económicas y la mejoría de las condiciones externas, aunque los indicadores a comienzos de año han sido mixtos, y el repunte se produciría a partir del segundo trimestre. Por su parte, la inflación se incrementó

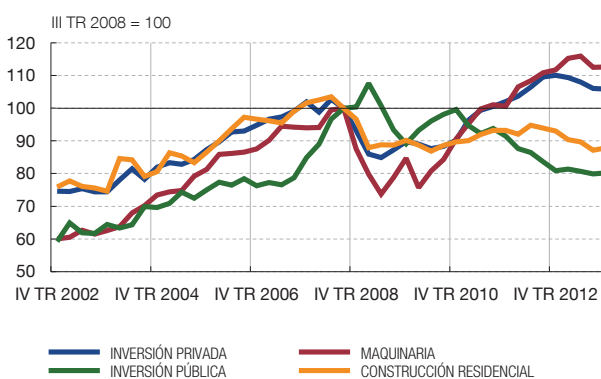
a partir de octubre, debido a factores de oferta, a los que en enero se sumó el efecto de la reforma fiscal, situándose en marzo en el 3,8 % interanual, ligeramente por debajo del límite superior de la banda objetivo. Sin embargo, la tasa subyacente ha permanecido en mínimos históricos (2,9 % en marzo) y las expectativas de inflación se mantienen ancladas. El peso se ha depreciado en el último año un 7,7 %, menos que otras monedas de la región, a pesar de la no intervención en el mercado de cambios. En este contexto, el banco central recortó los tipos oficiales en septiembre y octubre en 25 pb, y los ha mantenido desde entonces en el 3,5 %. En el plano fiscal, se cumplió el objetivo de déficit del 2,3 % del PIB en 2013 (considerando la inversión de PEMEX). Para 2014 se contempla un mayor estímulo, con un desequilibrio cercano al 3,5 %, por aumentos del gasto en infraestructura y seguridad social. La balanza por cuenta corriente registró en el conjunto de 2013 un saldo negativo equivalente al 1,8 % del PIB, un notable deterioro respecto al año previo (-0,7 %), debido en parte a la balanza comercial, que pasó del superávit al déficit. De todas formas, el desequilibrio externo sigue cubierto en su totalidad por IED, la cual ha roto la tendencia decreciente de los últimos años. Finalmente, el ejecutivo aprobó dos nuevas grandes reformas: la fiscal y la del sector energético. La primera fue algo menos ambiciosa de lo previsto, dado que no modificó las bases impositivas del IVA y dejó fuera del gravamen a algunos sectores, pero armonizó las tarifas entre sectores orientados a la exportación y el resto, y aumentó la capacidad recaudatoria del Estado en torno a 1 pp del PIB. Además, se aprobó una nueva regla fiscal que corrige el sesgo procíclico de la regla actual de saldo equilibrado, colocando un techo para el gasto y permitiendo desviaciones respecto al equilibrio cuando el PIB crezca por debajo del potencial. En el caso de la reforma energética, más ambiciosa de lo esperado, se permite la participación del sector privado en todas las fases de explotación de los hidrocarburos, lo que hace esperar un fuerte aumento de la IED en próximos años; se crea un fondo de riqueza soberano (con los ingresos petroleros que resten tras atender al mantenimiento de ciertos ratios de gasto público); y se abre a la participación del sector privado el sector de la electricidad. Gracias, en buena medida, a estos avances, se anunció un alza de la calificación crediticia de la deuda soberana por parte de Standard & Poor's (hasta BBB+) y, posteriormente, de Moody's (hasta A3).

La actividad en *Argentina*, aunque recuperó en 2013 un mayor dinamismo, se debilitó notablemente en el segundo semestre. El crecimiento fue del 3 % en 2013, cifra que incorpora un cambio metodológico que no la hace comparable con datos previos. Por componentes, el consumo privado fue el principal motor, favorecido por el apoyo de políticas públicas, el aumento del crédito al sector privado (en torno al 30 % interanual) y un mercado laboral relativamente sólido (la tasa de desempleo disminuyó al 6,4 %, aunque con menor creación de empleo y menor crecimiento de los salarios reales). Por su parte, la inversión se moderó en el segundo semestre, pese a cierta reactivación de la construcción. Pero el rasgo más característico de 2013 fue la agudización de las presiones sobre la balanza de pagos. Así, pese al control de cambios, se produjo una creciente salida de divisas a través de la cuenta corriente, que registró un déficit del 0,9 % del PIB, sumándose al ascendente déficit energético un elevado déficit por turismo. Esta dinámica, en un contexto de tipo de cambio intervenido, resultó en un fuerte drenaje de reservas exteriores. En dichas circunstancias, se ha producido desde el pasado mes de noviembre cierto giro de la política económica, inicialmente con el objetivo de frenar la caída de las reservas de divisas. El ritmo de depreciación del peso aumentó fuertemente, hasta un 6,2 % durante diciembre, frente al 1,5 % mensual durante el primer semestre. Además, se incrementó el gravamen para ciertas importaciones y se trató de reducir la prima del tipo de cambio paralelo, a través de la venta de bonos denominados en dólares por organismos estatales. A pesar de ello, durante las dos primeras semanas de enero se aceleró el deterioro de las

BRASIL. EVOLUCIÓN DEL SALDO FISCAL PRIMARIO



MÉXICO: INVERSIÓN



FUENTES: Estadísticas nacionales.

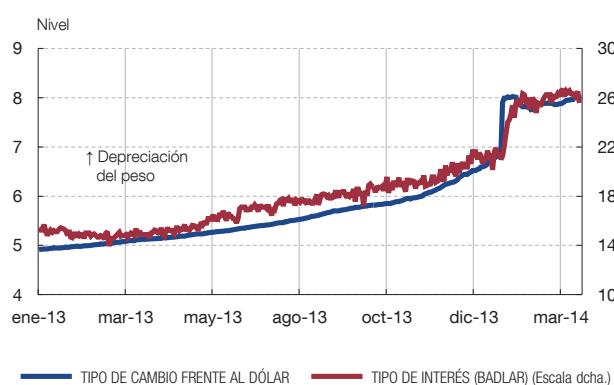
reservas, lo que derivó en nuevas medidas económicas. Así, el 22 de enero las autoridades dejaron de intervenir en el mercado cambiario durante dos días, resultando en una depreciación del 16 % (hasta 8,01 pesos por dólar) (véase gráfico 12), al tiempo que la incertidumbre llevó la prima del tipo de cambio paralelo al 70 %. Posteriormente, en un intento de restaurar la confianza, se relajaron los controles de capital para particulares, a los que se les permitió la compra de dólares con fines de ahorro, con ciertas restricciones. Al mismo tiempo, se incrementaron las tasas de interés en pesos (en 900 pb) y aumentó la esterilización, con la subida de los coeficientes de caja. Más recientemente, se ha anunciado una reducción de los subsidios a la energía tratando de contener el deterioro fiscal. Como consecuencia de estas medidas, el tipo de cambio se ha estabilizado en torno a los 8 pesos por dólar, la prima del tipo paralelo se ha reducido y las reservas han frenado su caída, aunque a esta situación ha contribuido también un cambio regulatorio que obligó al sistema bancario a reducir su posición en dólares. Pese a que las medidas implementadas son pasos en la buena dirección, las perspectivas a corto plazo son inciertas. La inflación según el nuevo indicador habría aumentado un 7,2 %, acumulado en los dos primeros meses de 2014. Durante 2013 el déficit primario alcanzó el 3 % del PIB. Finalmente, Argentina ha avanzado en los últimos meses en la normalización de las relaciones exteriores, alcanzando acuerdos con empresas privadas en litigio, comenzando negociaciones con el Club de París y mejorando las relaciones con el FMI. Este cambio podría favorecer la apertura de algunas líneas de financiación exterior y atraer inversión extranjera al sector petrolífero. En todo caso, está pendiente un difícil ajuste fiscal, sin el cual las reformas recientes podrían ser insuficientes, y sin que puedan descartarse en esta situación efectos de segunda ronda sobre los salarios.

En *Chile*, el ritmo de crecimiento se fue moderando a lo largo de 2013, especialmente en el cuarto trimestre, cuando registró una caída trimestral del 0,1 %, resultando en una desaceleración interanual pronunciada, hasta el 2,7 %. En el conjunto de 2013, el crecimiento fue del 4,1 %, frente al 5,4 % en 2012, con una desaceleración de la demanda interna hasta el 3,4 %. A ello contribuyó especialmente la inversión, con un alza de solo el 0,4 % (en el cuarto trimestre llegó incluso a caer un 12,3 %). Así, a la fuerte corrección de la inversión en maquinaria y equipos, en un contexto de maduración de la inversión minera, se sumó de forma inesperada el estancamiento de la construcción. Mientras, el consumo, aunque tuvo una tendencia de suave desaceleración, mantuvo su apoyo, al crecer un

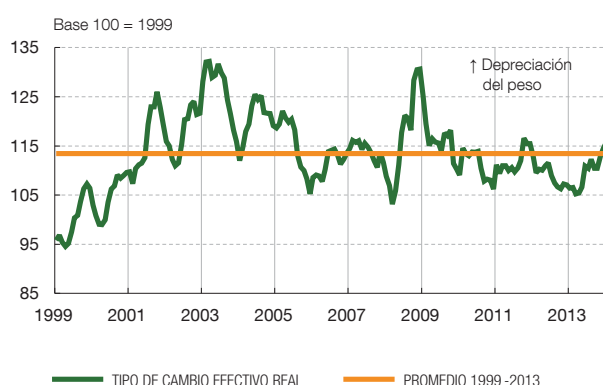
5,4 % (4,6 % en el cuarto trimestre), gracias a las favorables condiciones del mercado laboral; en concreto, la tasa de desempleo se mantiene en mínimos (6 %) y los salarios reales aumentaron un 3 %. El consumo público, aunque en menor medida, también incidió positivamente, tras incrementarse un 4,2 % en el año, aunque moderándose en el último trimestre. La aportación de la demanda externa se volvió positiva (0,6 pp), ante el ajuste de las importaciones y cierta recuperación de las exportaciones, que aumentaron un 4,3 %. La balanza de pagos registró un leve deterioro del superávit comercial, pese a lo cual el déficit por cuenta corriente se estabilizó en el 3,4 % del PIB, ampliamente financiado con flujos de IED. La inflación, que se mantenía contenida, ha registrado un repunte en los últimos meses, ante *shocks* de oferta en alimentos y energía, situándose en marzo en el 3,5 %, algo por encima del objetivo central. La subyacente también ha repuntado, hasta el 2,9 %, lo que evidencia cierto *pass-through* por la depreciación del peso (véase gráfico 12). El banco central inició el pasado octubre un ciclo expansivo de política monetaria, totalizando por ahora cuatro reducciones de 25 pb en el tipo oficial, hasta el 4 %. En el plano fiscal, una fuerte moderación del gasto a finales de año permitió, pese a los menores ingresos, que en 2013 se registrara un déficit fiscal efectivo del 0,6 % del PIB y un déficit estructural del 0,7 % del PIB, mayor que el objetivo. De esta forma, la meta para 2014 de un déficit estructural del 1 % del PIB, junto con los mayores ingresos estructurales por la depreciación, debería permitir una expansión del gasto público, ejerciendo cierto impulso. Pese a este soporte, el crecimiento en 2014 se moderará. El principal riesgo está asociado a la posibilidad de que una desaceleración y cambio de patrón de crecimiento de China traiga aparejado un descenso adicional del precio del cobre, lo que tendría efectos adversos sobre crecimiento, cuentas externas y fiscales. El proyecto de reforma tributaria incluye un alza progresiva a los impuestos a las empresas, una reducción del tipo máximo sobre la renta de las personas y algunas subidas de impuestos indirectos. Con la reforma se espera aumentar la recaudación en tres puntos del PIB de forma gradual, con un incremento de un 0,3 % del PIB en 2014, con el fin de financiar la reforma educativa.

En *Colombia*, el PIB creció un 4,3 % en el conjunto de 2013, algo por encima del 4 % de 2012, acelerándose el ritmo de expansión a lo largo del año. El mayor dinamismo estuvo sustentado por la inversión en obras civiles. Sin embargo, la inversión de bienes de equipo mantuvo un tono débil, al mostrar el sector industrial una recuperación más lenta de lo esperado. Por su parte, el consumo final se aceleró hasta el 4,9 % en el cuarto trimestre (4,7 % en el año), gracias a un incremento equivalente del consumo privado, impulsado por una mayor creación de empleo y por los recortes del tipo oficial en 2013. La aportación al crecimiento de la demanda externa se volvió positiva en 2013 (0,3 pp), al aumentar las exportaciones (5,3 %) por encima de las importaciones (2,1 %), debido a la debilidad de la inversión en bienes de equipo y la depreciación cambiaria (un 9,2 % en el último año). Los indicadores de alta frecuencia apuntan a que el crecimiento se mantiene dinámico y a que podría ser más equilibrado, en un contexto de recuperación esperada de las exportaciones y de la inversión privada no residencial. A pesar de la depreciación, la inflación siguió sorprendiendo a la baja (2,5 % interanual en marzo), lo que podría ser indicativo de que la brecha de producto, después del aumento de la inversión en los últimos años, podría seguir siendo negativa. En este contexto, el banco central ha mantenido el tipo oficial en el 3,25 % desde el pasado abril y amplió el programa de compra de dólares al menos hasta el próximo junio. En el ámbito fiscal, en 2013 se cumplió con la meta de senda decreciente del déficit estructural, alcanzando un 2,4 % del PIB. El déficit por cuenta corriente aumentó hasta el entorno del 3 % del PIB, como reflejo de un incremento en la tasa de inversión. Colombia no se encuentra entre los países más afectados en el actual episodio de tensión en los mercados emergentes, manteniendo entradas netas de flujos de cartera. Además, el Gobierno estaría considerando reducir la retención por la tenencia extranjera de bonos,

ARGENTINA. TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR Y TIPO DE INTERÉS (BADLAR)



CHILE: TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL



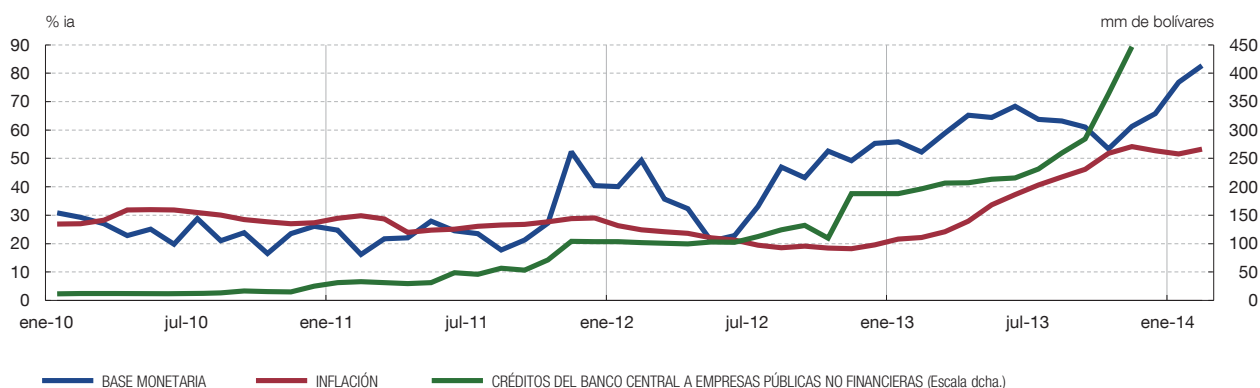
FUENTES: Bancos centrales nacionales y Datastream.

buscando aumentar su participación en el mercado local. Por último, Fitch elevó la calificación soberana a largo plazo en moneda extranjera de Colombia, situándola en BBB.

En *Perú*, la actividad recuperó en el segundo semestre un mayor dinamismo, especialmente en el cuarto trimestre, cuando el PIB registró una expansión intertrimestral del 1,4 %, 5,1 % interanual. Aun así, en el conjunto del año el crecimiento (5 %) fue inferior al del año previo (6,3 %). Por componentes, el consumo privado siguió siendo muy dinámico, al crecer un 5,2 % en 2013, en un entorno donde el mercado de trabajo se mantiene robusto. En cambio, la inversión ha mostrado un avance más lento de lo esperado, creciendo en 2013 un 5,9 % (1,8 % en el cuarto trimestre), mucho menos que en 2012 (14,8 %). Por otro lado, la aportación de la demanda externa se volvió ligeramente positiva en el segundo semestre (aunque en el conjunto del año restó 1 pp), como resultado de una moderación más acusada de las importaciones que de las exportaciones. El déficit de la cuenta corriente se amplió notablemente en 2013, situándose en el 4,9 % del PIB, debido al deterioro del saldo comercial. Este elevado déficit corriente, aunque podría representar un factor de vulnerabilidad, refleja el aumento de la ratio de inversión, financiado por capitales de largo plazo y principalmente dirigidos al sector comerciable (minería). Por su parte, la inflación, después de haberse situado en el segundo semestre de 2013 dentro del rango objetivo, se aceleró más recientemente, hasta el 3,4 % en marzo. También la tasa subyacente se ha ubicado por encima del objetivo. El banco central ha mantenido el tipo oficial sin cambios, salvo una bajada por sorpresa de 25 pb en noviembre, hasta el 4 %. En cambio, ha tratado de relajar las condiciones monetarias vía reducciones de los coeficientes de reserva bancarios en moneda local, para compensar la intervención en el mercado cambiario en defensa del sol. Por el lado fiscal, el sector público alcanzó en 2013 un superávit primario equivalente al 2,3 % del PIB, lo que supone un notable deterioro, por un incremento de los gastos mucho mayor que el de los ingresos. La agencia Fitch elevó la calificación crediticia de la deuda en moneda extranjera de Perú hasta BBB+, y la de moneda nacional, hasta A-. De cara a 2014, los indicadores de actividad y de confianza evidencian un mayor impulso, en parte por un mejor desempeño de los sectores primarios, lo que debería favorecer un crecimiento algo mayor que en 2013.

La economía de *Venezuela* mantuvo la debilidad mostrada durante la primera parte del año. Así, tras crecer el 5,6 % en 2012, y aunque aún no ha sido publicado oficialmente el dato del cuarto trimestre, se anunció que el PIB creció un 1,6 % en 2013. Por componen-

BASE MONETARIA E INFLACIÓN



FUENTE: Banco Central de Venezuela.

tes, esta desaceleración se explica por la fuerte corrección de la inversión, en un contexto de desplome de las importaciones, como consecuencia de la escasez de divisas y del retraimiento de la inversión pública. El consumo privado y el público se mantuvieron como los componentes más dinámicos, aunque tendiendo a desacelerarse, debido a la moderación del crédito y a un mercado laboral donde, pese a que el paro se mantiene en el 7,5 %, los salarios registraron por segundo año una notable pérdida de poder adquisitivo. La inflación se disparó por encima del 50 % hacia final de año, impulsada por un menor reparato oficial de divisas para importar, un aumento muy fuerte de la oferta monetaria por la financiación de entidades públicas (véase gráfico 13) y una depreciación del tipo de cambio del mercado negro, situándose el indicador de desabastecimiento en niveles máximos. La reacción del Ejecutivo fue incrementar el control de precios, con la Ley de Precios Justos, que fija techos máximos para el aumento de precios y beneficios. Para aliviar la restricción de divisas, el Gobierno puso en marcha un sistema de subasta de dólares (SICAD I) el pasado mes de julio, en el que se entregan divisas a importadores a tipos de cambio más depreciados que la paridad oficial (42 %); finalmente, en marzo de 2014 se creó un nuevo mercado paralelo —el SICAD II—, que en principio flexibiliza los controles de cambio vigentes en el país desde 2003, ya que permite la negociación de divisas, tanto en efectivo como en bonos emitidos públicos, al sector privado, que puede retener una parte mayor de sus ingresos por exportaciones para derivarla a este mercado. El tipo de cambio de este nuevo mercado se situó cerca del mercado paralelo (52 bolívares por dólar, un 87,9 % más depreciado que la paridad para importaciones preferentes). Esta fuerte devaluación impactará sobre la tasa de inflación, pero, en sentido contrario, aliviaría la restricción presupuestaria del Estado y reduciría la presión sobre las reservas de divisas del banco central, que cayeron de nuevo a lo largo del semestre y se situaron por debajo de los vencimientos de deuda externa previstos para 2014. Al tiempo, la apertura de este nuevo mercado podría reducir el nivel de escasez en la medida en que facilite un acceso más rápido a las divisas necesarias para importar. Las agencias de calificación redujeron la calificación soberana del país en diciembre, y nuevamente en marzo.

14.4.2014.

LA VALORACIÓN DE LOS DESEQUILIBRIOS EXTERNOS Y LA PERCEPCIÓN DE RIESGO DE LOS PAÍSES

Este artículo ha sido elaborado por Teresa Sastre y Francesca Viani, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

Introducción

La magnitud y la persistencia alcanzadas por las posiciones de superávit o de déficit por cuenta corriente de un gran número de países constituyeron una de las principales fuentes de preocupación para la estabilidad económica global durante los años previos a la crisis económica y financiera. Aunque estos desequilibrios «globales» no fueron el desencadenante de la crisis, y se han reducido sustancialmente con los ajustes derivados de aquella (véase gráfico 1), su naturaleza, sus causas y las consecuencias que pueden derivarse de ellos siguen muy presentes en las discusiones económicas internacionales.

En la medida en que las divergencias en los saldos por cuenta corriente entre países son consecuencia de diferencias en su nivel de desarrollo, en factores demográficos o en otras características relacionadas con su estructura económica, no deben ser causa de preocupación a escala global. Sin embargo, cuando son el resultado de desequilibrios macroeconómicos profundos, en muchos casos inducidos o amplificadas por políticas económicas inadecuadas, constituyen factores de vulnerabilidad que pueden suponer una amenaza para la estabilidad financiera global. Así, déficits persistentes y elevados que sean insostenibles en el largo plazo pueden originar crisis cambiarias y salidas de capital de los países que los generan, con importantes externalidades para otras economías; asimismo, superávits abultados, como los de algunos países en los años previos a la crisis, pueden ser indicativos de un exceso de ahorro, que, lógicamente, termina teniendo repercusiones sobre los países que constituyen el destino de esta inversión, contribuyendo a aumentar la vulnerabilidad global ante perturbaciones de carácter real y financiero.

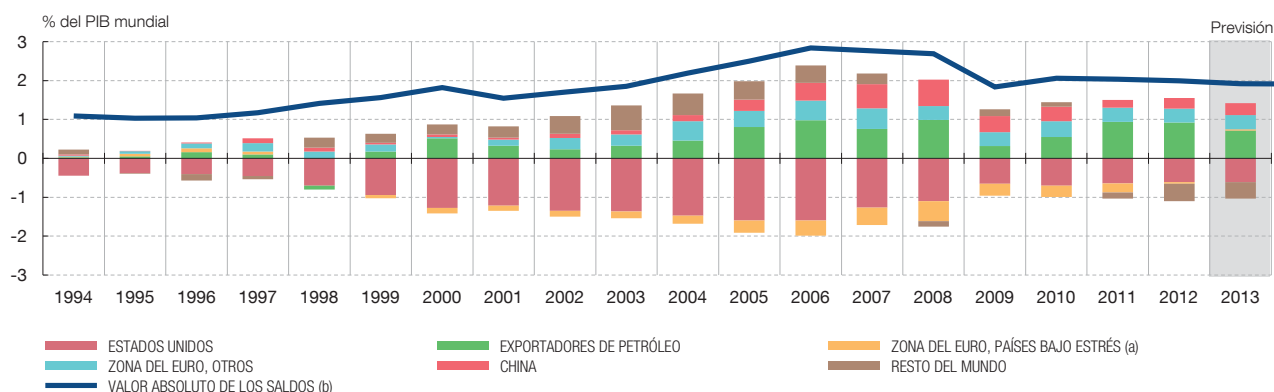
Diversas organizaciones multilaterales —como el G-20, el Fondo Monetario Internacional (FMI) o la Unión Europea— han diseñado mecanismos de supervisión para detectar desequilibrios excesivos en las posiciones externas de los países y plantear su corrección. El FMI tomó la iniciativa en este sentido hace ya varios años, cuando desarrolló su análisis de los saldos por cuenta corriente y de los tipos de cambio reales en el marco del CGER¹. En 2012, el Fondo inició la publicación periódica de un nuevo análisis sobre el sector exterior —incluido en el *External Sector Report*—², con el fin de valorar la posición exterior de un amplio grupo de países desde una perspectiva multilateral. Para ello, desarrolló un nuevo método —denominado *External Balance Assessment* (EBA)—, que constituye una reforma del análisis CGER que ya venía utilizando. El nuevo método incorpora un análisis de los determinantes del saldo por cuenta corriente y del tipo de cambio real, a partir de dos modelos distintos de regresión, para un panel de países, que incluyen factores estructurales, cíclicos e indicadores de políticas. Además, el EBA incorpora un análisis, de carácter normativo, que evalúa en qué medida las desviaciones entre las políticas adoptadas y las que serían deseables —de acuerdo con criterios definidos por el propio FMI— contribuyen a generar desequilibrios por cuenta corriente o del tipo de cambio real, con el fin de realizar recomendaciones sobre dichas políticas.

Los modelos empíricos de regresión para el saldo por cuenta corriente y el tipo de cambio real constituyen, por tanto, las piezas básicas para el análisis y la valoración de los

¹ Estas siglas hacen referencia al grupo que diseñó el marco analítico: *Consultative Group on Exchange Rate* (CGER).

² Véase FMI (2012).

SALDOS DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y Datastream-Thomson Reuters.

a Italia, España, Portugal, Grecia e Irlanda.

b Suma de saldos, en valor absoluto, dividido por 2.

desequilibrios exteriores que hace el FMI. Este artículo plantea una extensión del análisis realizado para el saldo por cuenta corriente, incorporando la percepción de riesgo de cada país que tienen los mercados financieros internacionales. La literatura económica sugiere que la dinámica del saldo por cuenta corriente puede variar dependiendo del carácter más o menos seguro del país como destino de inversión. Como la experiencia de Estados Unidos demuestra, los países que son percibidos como destinos seguros para la inversión pueden sostener déficits elevados por cuenta corriente durante largos períodos, y los flujos de capital extranjero que reciben son menos dependientes de los cambios en sus fundamentos macroeconómicos. Además, cabe pensar que estas diferencias en la percepción de riesgo para distintos países pueden ser más relevantes en períodos de crisis.

En este artículo se presenta una ampliación del marco de análisis del FMI, al incorporar en la ecuación del Fondo para el saldo por cuenta corriente estos dos aspectos adicionales: el diferente grado de riesgo (o el grado de seguridad) con que son percibidos los distintos países, y la distinción entre períodos tranquilos y fases de estrés global. Los resultados obtenidos son robustos y permiten realizar una valoración, alternativa a la del FMI, de los desequilibrios por cuenta corriente correspondientes al año 2012 para un conjunto amplio de países. Este análisis es una continuación del realizado en Sastre y Viani (2014), que partía de la regresión publicada por el Fondo en su primer informe piloto sobre el sector exterior (2012). Posteriormente, el FMI ha revisado parcialmente su metodología al publicar su segundo informe, en junio de 2013. Esta nueva estimación se toma ahora como referencia para incorporar las extensiones mencionadas. En la segunda sección se describen brevemente los principales elementos del marco analítico del EBA y la extensión propuesta. A continuación, en la tercera sección se comentan los principales resultados de la nueva regresión, y en la cuarta se utilizan esos resultados para determinar en qué medida los saldos por cuenta corriente se corresponden con los fundamentales de las economías y las políticas adecuadas, o incorporan elementos genuinos de desequilibrio. Finalmente, la última sección recoge las principales conclusiones del artículo.

El análisis del saldo por cuenta corriente en la metodología del FMI

El marco analítico que emplea el FMI en la actualidad para valorar la posición exterior de un amplio grupo de países (EBA) incorpora, por un lado, un análisis empírico que examina los determinantes del saldo por cuenta corriente y del tipo de cambio real —a partir de regresiones con un panel de países— y, por otro, un análisis de carácter normativo, que

Variable dependiente: saldo cuenta corriente/PIB

		Signo esperado del coeficiente	Significativo en la especificación del EBA	Diferencia respecto a la especificación ampliada
Factores estructurales	PIB por trabajador (ret.) #	(+)		x
	PIB por trabajador (ret.)*(apertura capital) #	(+)	v	x
	Crecimiento del PIB esperado	(-)	v	x
	Estabilidad política e institucional	(-)	v	x
	Balanza de petróleo	(+)	v	
	Centro financiero #	(+)	v	
	(Activos exteriores netos/PIB) (ret.) #	(+)	v	x
	Ratio de dependencia	(-)		x
	Ritmo de envejecimiento	(+)	v	x
	Crecimiento de la población	(-)		x
	VIX*(apertura capital) #	(+)	v	
	VIX*(apertura capital)*(% reservas) #	(-)	v	
	% moneda en reservas mundiales #	(-)	v	x
Factores cíclicos	Brecha de producción	(-)	v	x
	Brecha cíclica en los precios de materias primas	(+)	v	
Variables de política	Saldo fiscal ajustado del ciclo	(+)	v	x
	Gasto sanitario/PIB	(-)	v	x
	(Acumulación de reservas)*(controles capital)	(+)	v	
	Credito privado/PIB	(-)	v	

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

NOTAS: «ret.» representa el primer retardo de la variable respectiva.

«x» indica una diferencia significativa entre el coeficiente estimado por el EBA y los de la especificación ampliada (véase cuadro 2).

Todas las variables están en desviaciones con respecto al promedio mundial, menos las que aparecen con el símbolo #.

establece valores de referencia deseables para determinadas políticas económicas³, obteniendo el saldo por cuenta corriente que sería compatible con esos valores, y evalúa si las desviaciones entre las políticas adoptadas y dichos valores de referencia contribuyen a generar desequilibrios.

En particular, en una primera etapa, el EBA estima sendos modelos de determinación del saldo por cuenta corriente y del tipo de cambio real, en forma reducida, empleando un panel de 50 países para el período 1986-2010. En el caso del saldo por cuenta corriente, contempla tres tipos de factores determinantes: estructurales, cíclicos y de política económica, que se resumen en el cuadro 1⁴. La mayoría de las variables que se describen a continuación están expresadas como desviación respecto al promedio mundial, con la excepción de las que se detallan en el cuadro.

Entre los factores estructurales, el EBA incluye los siguientes: a) la productividad por trabajador respecto a las economías más avanzadas, que se interpreta como un indicador de la etapa de desarrollo económico (en las etapas iniciales, los países con una productividad baja en relación con las economías más avanzadas tienden a atraer capitales y a registrar déficits por cuenta corriente, dando lugar a una relación positiva entre esta variable y el saldo exterior) e interactúa con un índice de libertad de movimientos de capital, que modula la intensidad del efecto sobre la cuenta corriente en función de las restricciones a los movimientos de capital (un valor del índice más elevado indica un mayor grado de apertura y una mayor capacidad de financiar un déficit por cuenta corriente); b) las perspectivas de

³ La forma en que el Fondo establece estas referencias para la evaluación normativa se explica en Phillips *et al.* (2013).

⁴ Estos determinantes se basan en una línea de trabajos como Debelle y Faruquee (1996), Calderón *et al.* (2002), Chinn y Prasad (2003) y Bussière *et al.* (2010), entre otros.

crecimiento (si son elevadas, tienden a atraer inversión del exterior, que permite financiar los saldos deficitarios por cuenta corriente, originando una relación negativa con la balanza por cuenta corriente); c) los riesgos relativos al entorno político e institucional (una mayor estabilidad se asocia con mayores entradas de capital y un saldo menor); d) la importancia de los ingresos por exportación de petróleo y materias primas (con signo positivo); e) el carácter de centro financiero internacional de algunos países, que mantienen superávits por cuenta corriente y tienden a exportar capitales (con signo positivo), y f) los activos netos acumulados frente al exterior, que afectan, también positivamente, al saldo exterior a través de los rendimientos netos de dichos activos.

Otros factores de carácter estructural son los demográficos — como la ratio de dependencia⁵ de las personas de mayor edad (que afectaría negativamente al ahorro, según la teoría del ciclo vital, y al saldo por cuenta corriente), el ritmo de envejecimiento (que impulsa un mayor ahorro en etapas previas a la jubilación y tiene un efecto positivo sobre el saldo exterior) y el crecimiento de la población (un elevado crecimiento conlleva una mayor proporción de población joven inactiva, que va en detrimento del ahorro y se asocia con un saldo menor)—; y los financieros — como el estatus de algunos países cuya divisa es moneda de reserva internacional, lo que les otorga una facilidad especial para financiar un déficit por cuenta corriente (signo negativo), y la volatilidad en los mercados internacionales (aproximada por el índice VIX), que interactúa con el grado de apertura de los movimientos de capitales y con el carácter de moneda de reserva internacional de la divisa de algunas economías (una elevada volatilidad favorece las entradas de capital en estos países y se asocia con un efecto negativo sobre el saldo externo; lo contrario ocurre para economías cuya divisa no tiene ese estatus)—.

En segundo lugar, entre los factores cíclicos, la regresión del FMI incluye la brecha de producción (*output gap*) como indicador de presión de demanda (con un impacto negativo sobre el saldo exterior, pues está asociado a presiones de demanda) y el componente cíclico de la relación real de intercambio de materias primas, cuyo aumento tiende a reflejar un abaratamiento de las importaciones de estos productos y se asocia positivamente con una mejora del saldo por cuenta corriente.

En el tercer grupo de factores considerados por la metodología reciente del FMI — las variables de política económica— se incluyen los siguientes: el carácter de la política fiscal (aproximada mediante el saldo fiscal ajustado de ciclo, con un efecto positivo sobre la cuenta corriente, pues las expansiones fiscales aumentan la demanda y tienden a generar un déficit por cuenta corriente), el grado de protección social (medido por la ratio de gasto público en sanidad en relación con el PIB, que favorece la reducción del ahorro precautorio de los hogares y afecta negativamente al saldo exterior), un indicador de controles de capital, que modula el impacto de otras variables sobre el saldo externo (cuanto mayor es el grado de apertura, el impacto de cada variable es mayor en valor absoluto), la política de intervenciones en el mercado de cambios, aproximada a través de la acumulación de reservas (un aumento de estos activos exteriores incrementa el saldo por cuenta corriente), si bien su impacto depende del grado de apertura de los movimientos de capital, y, por último, la contención de excesos financieros — captados mediante la desviación de la ratio de crédito privado en relación con el PIB respecto a una tendencia (un desequilibrio financiero de este tipo afecta negativamente al saldo exterior)—.

5 La ratio de dependencia se define como la población con más de 65 años dividida por la población de entre 30 y 65 años. El ritmo de envejecimiento es el cambio proyectado en la ratio de dependencia en las próximas dos décadas relativo al nivel actual.

Variable dependiente: saldo por cuenta corriente/PIB

	EBA	Especificación extendida
PIB por trabajador (ret.)	0,01	0,05
PIB por trabajador (ret.)*(apertura capital)	0,07	0,08
PIB por trabajador (ret.)*(apertura capital)*safe		-0,07
Crecimiento del PIB esperado	-0,47	-0,56
Crecimiento del PIB esperado*crisis		0,46
Crecimiento del PIB esperado*crisis*safe		-0,32
Estabilidad política e institucional	-0,11	-0,11
(Estabilidad política e institucional)*crisis		0,04
Ratio de dependencia	-0,03	-0,15
Ratio de dependencia*safe		0,33
Ritmo de envejecimiento	0,16	-0,01
Ritmo de envejecimiento*safe		0,24
% moneda en reservas mundiales	-0,05	-0,14
(% moneda en reservas mundiales)*safe		0,11
Brecha de producción	-0,40	-0,34
(Brecha de producción)*crisis		-0,17
(Brecha de producción)*crisis*safe		0,21
Saldo fiscal ajustado del ciclo	0,32	0,32
(Saldo fiscal ajustado del ciclo)*safe		0,26
(Saldo fiscal ajustado del ciclo)*crisis		-0,18
Gasto sanitario/PIB	-0,55	-0,90
Gasto sanitario/PIB*safe		0,99
Observaciones	1.080	1.080
Número de países	49	49
R2 ajustado	0,51	0,57
Período muestral	1986-2010	1986-2010

FUENTES: Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

NOTAS: safe y crisis son dummies que identifican los países seguros y los períodos de crisis.

«ret.» representa el primer retardo de la variable respectiva.

Los coeficientes significativos aparecen en negrita.

Los resultados de la estimación del FMI revelan que los parámetros tienen los signos esperados, si bien varios factores demográficos, como el crecimiento de la población y la productividad relativa, entre otros, no resultan significativos en esta especificación, tal como se recoge en el cuadro 1⁶. Los parámetros detallados se recogen en el cuadro 2, para las variables en las que hay diferencias significativas respecto a la regresión ampliada que se detalla en la siguiente sección.

La metodología aplicada por el FMI en su informe de 2013 permite proporcionar recomendaciones individuales de política a cada país y tiene en cuenta las características específicas de los países —estructurales y cíclicas—, adoptando, además, una perspectiva multilateral que aporta consistencia global a dichas recomendaciones. No obstante, a pesar de incorporar indicadores de controles de capital y volatilidad en los mercados, los aspectos financieros aparecen escasamente tratados. A este respecto, la literatura económica sugiere que la dinámica de la cuenta corriente puede ser diferente en función de la percepción

6 Un mayor detalle de la estimación del FMI puede encontrarse en Phillips *et al.* (2013).

**Desequilibrios externos,
percepción de riesgo
soberano y episodios
de estrés financiero**

sobre el riesgo de cada país como destino de inversión, y, además, que estas diferencias pueden ampliarse en períodos de estrés global. Así, varios trabajos señalan que la capacidad de ofrecer destinos seguros para los inversores, característica de algunas economías, puede ser uno de los factores principales que contribuye a explicar la evolución y configuración mundial de las posiciones externas en los últimos años⁷. Por otra parte, la experiencia de Estados Unidos muestra que los países que son percibidos como destinos más seguros por los participantes en los mercados financieros pueden sostener déficits elevados por cuenta corriente durante largos períodos. Todo ello sugiere la posibilidad de que los flujos de capital extranjero que reciben estos países sean algo menos dependientes de sus fundamentos macroeconómicos y que, por tanto, puedan desalinearse de los patrones que caracterizan los movimientos de capital hacia otras economías, que carecen de esta característica. Estas diferencias tenderán a ampliarse en períodos de estrés, en los que aumenta la aversión al riesgo. Para dar cabida a estas consideraciones, en la sección siguiente se plantea una ampliación del marco de análisis utilizado por el FMI.

Con el fin de explorar la relevancia de los aspectos señalados, se ha ampliado el modelo de regresión estimado por el FMI para el saldo por cuenta corriente, por dos vías. En primer lugar, se distingue entre países que son percibidos como destinos seguros y los considerados menos seguros, sobre la base del *rating* de *Standard & Poor's*. Un país se clasifica como seguro cuando su *rating* es AA o superior durante más de la mitad de los años de la muestra; según este criterio, los países considerados más seguros se corresponden con un subconjunto de países industrializados⁸. En segundo lugar, también se distingue entre fases de calma y períodos de estrés global, definidos estos últimos como los años en los que la volatilidad de los mercados financieros — medida mediante el índice VIX de turbulencia de mercados financieros— supera con holgura su promedio histórico. En el conjunto de la muestra, hay ocho años que verifican este criterio, y entre ellos los últimos del período⁹.

La consideración de estos dos aspectos se incorpora en el modelo del FMI mediante la inclusión de variables *dummy*, que identifican, por un lado, las economías más seguras y, por otro, los años de crisis (*safe* y *crisis*, respectivamente, en el cuadro 2), y que interactúan en la especificación con los diversos determinantes del saldo por cuenta corriente. El coeficiente de dichas interacciones recoge el efecto diferencial correspondiente. Así, la interacción de la variable *safe* capta el impacto diferencial de cada factor en los países considerados seguros respecto al que tiene en las economías menos seguras — que queda recogido por el factor determinante sin interacción —, mientras que la variable *crisis* identifica el efecto diferencial de cada factor en momentos de estrés financiero en relación con su impacto en los períodos de calma, captado por la correspondiente variable sin interacción.

El cuadro 2 resume los resultados de la estimación del modelo ampliado¹⁰ y su comparación con el modelo del FMI para el saldo de la balanza por cuenta corriente sobre el PIB.

7 Véanse Caballero *et al.* (2008) y Mendoza *et al.* (2009), entre otros.

8 En Sastre y Viani (2014) se recogen más detalles sobre esta clasificación. Según este criterio, los países considerados como seguros son Austria, Francia, Alemania, Países Bajos, Noruega, Suiza, Reino Unido, Estados Unidos, Australia, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Irlanda, Italia, Japón, Nueva Zelanda, España, Canadá y Suecia.

9 Un año se considera de crisis si el índice VIX supera en más de tres desviaciones estándar su media móvil calculada sobre dos trimestres. Según este criterio, los años de crisis global son 1987-1988 (coincidiendo con el desplome de mercados financieros del *Lunes Negro* y la crisis de las *Savings & Loans Corporations* en Estados Unidos), 1990 (año caracterizado por crisis bancarias en Italia, Noruega y Brasil), 1998 (crisis financieras en Asia emergente y Rusia), 2001-2002 (crisis financieras en Argentina, Uruguay y Turquía), 2008 (colapso de *Lehman Brother's*), 2010 (crisis griega) y 2011 (tensiones en la Eurozona).

10 El efecto total en economías seguras es la suma de los dos coeficientes, con y sin interacción con la *dummy safe*, para cada determinante, y, de manera similar, el impacto total en momentos de crisis es la suma de los coeficientes, con y sin interacción con la *dummy crisis*.

En general, los coeficientes estimados con la especificación ampliada que corresponden a variables sin interacción —los que reflejan los efectos en economías menos seguras y en fases de calma— tienen el signo esperado, como los del EBA, y son significativos. El hecho de que los parámetros de las interacciones con este conjunto de factores resulten significativos confirma que el saldo exterior de los países considerados seguros responde a los principales determinantes de forma distinta a como lo hace el del resto de países, y que, en algunos casos, estas respuestas cambian en períodos de estrés en los mercados financieros, en relación con las fases de mayor estabilidad.

Entre los factores estructurales, se detecta un efecto distinto de las perspectivas de crecimiento a largo plazo, de la estabilidad política, del estatus de moneda de reserva o de los factores demográficos. Los países con buenas perspectivas de crecimiento, que tienden a registrar déficits por cuenta corriente (como indica el coeficiente negativo de esta variable), tienen más dificultades para financiarlos en episodios de crisis en los mercados financieros (el coeficiente positivo de la interacción con la variable *crisis* prácticamente compensa el anterior), excepto si son destinos seguros para la inversión, en cuyo caso los inversores parecen tolerar un mayor deterioro de la balanza por cuenta corriente (coeficiente negativo de la interacción con *crisis* y *safe*). Además, la contribución de la estabilidad política e institucional a facilitar la financiación del saldo exterior se ve amortiguada en todas las economías en períodos de estrés global. Asimismo, el hecho de que un país tenga una divisa utilizada como moneda de reserva, que facilita la financiación de un déficit por cuenta corriente, tiene escaso impacto adicional en las economías más seguras y resulta más relevante en el caso de países que no se perciben con ese grado de seguridad. Esto implica que, en aquellas economías de la zona del euro que no eran percibidas en los mercados del mismo modo que las de *rating* AA o superior antes de su entrada en la UEM, la adopción de la moneda única —que es una moneda de reserva— supuso un cambio de estatus que incrementó su credibilidad y les permitió financiar mayores niveles de déficit, lo que también se conoce como «efecto halo» de la Unión Monetaria.

Las variables demográficas también afectan de manera diferente a los dos grupos de países. El ritmo de envejecimiento, que tiene un efecto positivo sobre el saldo por cuenta corriente, solo es significativo en los países seguros (con un coeficiente superior al que estima el EBA), donde el rápido envejecimiento de la población y sus implicaciones han afectado ya a las pautas de ahorro del sector privado. Por su parte, la ratio de dependencia —que no es significativa en la estimación del EBA— tiene un impacto negativo significativo sobre el saldo exterior en el caso de las economías menos seguras, y le afecta positivamente en el caso de países seguros. Aunque, según la teoría del ciclo vital, cabe esperar una menor tasa de ahorro de los hogares a medida que aumenta la proporción de personas en edad de jubilación, la evidencia empírica sobre este efecto es muy variada. De hecho, hay abundante literatura que indica que las personas jubiladas siguen ahorrando una proporción significativa de su renta una vez retiradas, ya sea por motivos precautorios¹¹ —para hacer frente a posibles gastos sanitarios—, para dejar una herencia o bien por las características de los sistemas públicos de pensiones¹² u otros aspectos del sistema de protección social.

Diferencias entre países seguros y menos seguros se detectan también en la respuesta negativa del saldo exterior a factores cíclicos como el *output gap*, variable que capta

11 Kenickell y Lusardi (2005) encuentran que el ahorro por precaución es particularmente relevante entre las personas de mayor edad.

12 Börsch-Supan y Lusardi (2002), que examinan la tasa de ahorro para seis economías avanzadas y su relación con los sistemas de pensiones y sanitarios, detectan un patrón creciente con la edad en Japón y Reino Unido, y prácticamente plano en el caso de Italia.

fluctuaciones en la demanda. En períodos de estrés global, las economías percibidas como menos seguras se ven sometidas a fluctuaciones en el sentimiento de los inversores que pueden originar salidas de capital, de forma que su posición externa se hace más dependiente de la demanda interna (al interactuar con la variable *crisis*, el efecto negativo total aumenta en valor absoluto). En cambio, en los países más seguros, que tienden a recibir entradas de capital en períodos de turbulencias en los mercados internacionales, las fluctuaciones del saldo por cuenta corriente dependen, en menor medida, de la evolución de la demanda interna (se amortigua el impacto negativo sobre el saldo externo, como señala el coeficiente positivo de la doble interacción con *crisis* y *safe*).

Con respecto a las variables de política económica, la respuesta del saldo por cuenta corriente a la política fiscal, al grado de protección social y a los controles de capital es distinta entre economías seguras y menos seguras. La posibilidad de atraer capital para financiar una expansión fiscal (relación positiva entre el saldo fiscal y el saldo externo) se ve amortiguada en períodos de estrés financiero (el signo negativo de la interacción con *crisis* compensa parcialmente al anterior) y los países que se perciben como más seguros pueden atraer capital más fácilmente para financiar el mayor déficit derivado de una expansión fiscal (como indica el signo positivo de la interacción con *safe*). El efecto de una red de protección social sobre el ahorro y sobre el saldo por cuenta corriente de los países menos seguros —entre los que predominan las economías emergentes— es muy superior al que estima el EBA y al que caracteriza a los países seguros, en su mayor parte economías avanzadas (la suma de los coeficientes de la variable y la interacción con *safe* es prácticamente nula). Por último, el impacto de la flexibilidad en los controles de capital sobre los flujos de entrada de las economías en etapas iniciales del desarrollo, caracterizadas por una baja productividad relativa, es similar al que estima el EBA en el caso de economías menos seguras, y es casi nulo en el caso de los países con menor riesgo.

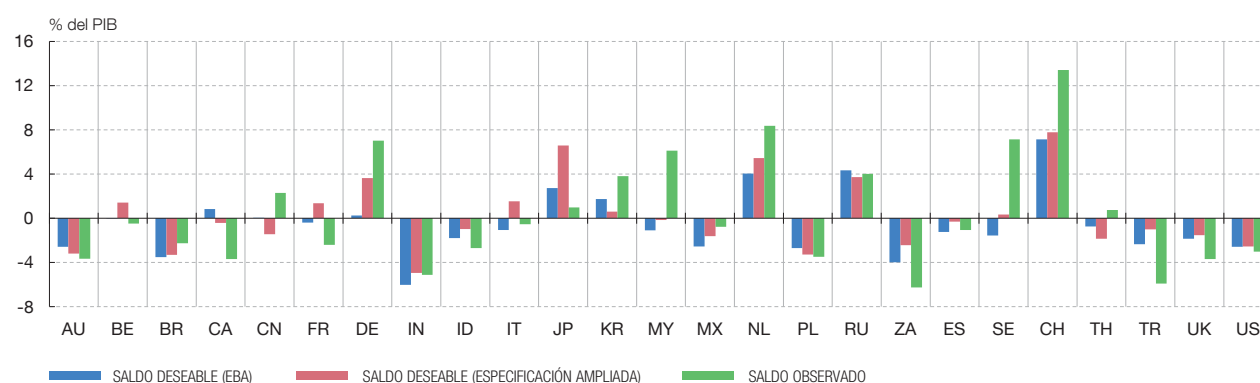
La regresión ampliada con efectos diferenciales, entre economías seguras y no seguras y entre períodos de crisis global y tiempos más tranquilos, mejora notablemente el ajuste (el R2 ajustado supera en un 12 % al del EBA) y permite rescatar la significatividad de algunas variables importantes, como el PIB por trabajador, lo que refuerza la relevancia de estos factores adicionales.

Resultados y comparación de los desequilibrios externos

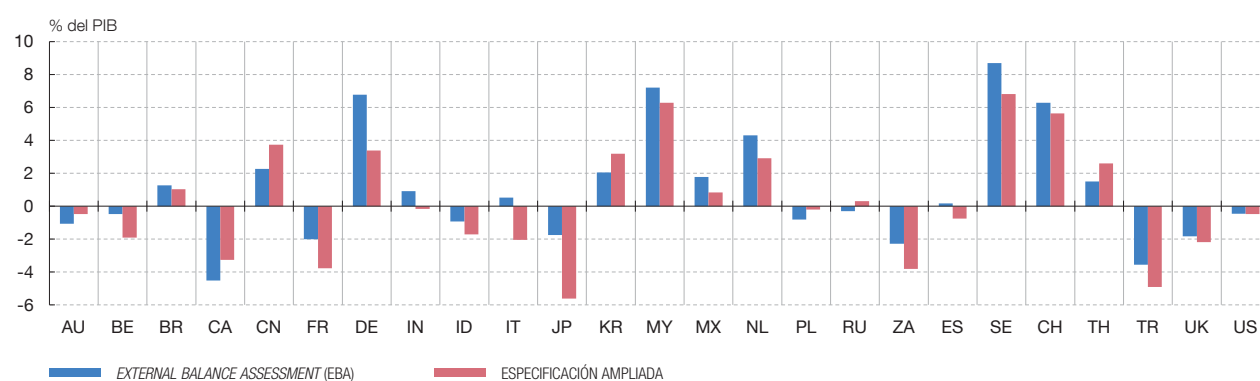
A partir de estas estimaciones se puede derivar el saldo por cuenta corriente para cada país, que sería coherente con sus factores estructurales y cíclicos, y con las variables de política económica en sus valores de referencia, definidos por el FMI, este sería el saldo «de equilibrio» o «deseable». La diferencia entre los valores observados para el saldo por cuenta corriente y los de equilibrio constituye lo que, en esta metodología, se denomina «desequilibrios exteriores»¹³. Estas desviaciones son una combinación del residuo de la regresión, es decir, la parte de las fluctuaciones del saldo por cuenta corriente que el modelo planteado no es capaz de explicar y del impacto de políticas económicas inadecuadas (*policy gaps*). Estos *policy gaps* se evalúan como las desviaciones entre las políticas adoptadas y los valores de referencia definidos por el FMI para las cinco variables de política económica consideradas —saldo fiscal ajustado, gasto público en sanidad, controles de capital, variación de reservas y ratio de crédito en relación con el PIB—. En el caso de la extensión propuesta por Sastre y Viani (2014), con elementos diferenciales en función de la percepción de riesgo de las economías y de la volatilidad de los mercados,

13 Los desequilibrios que se reflejan en el *External Sector Report* no son directamente los que resultan de este análisis, sino que pueden estar matizados por otro tipo de información y el propio juicio de los analistas. Véase FMI (2013), recuadro n.º 6.

SALDO OBSERVADO Y DESEABLE DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (2012)



DESEQUILIBRIOS DEL SALDO POR CUENTA CORRIENTE (2012)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

la desviaciones se derivan de los residuos de la nueva regresión y del impacto de los *policy gaps* sobre el saldo exterior, donde los valores de referencia de las variables de política son los mismos que los utilizados en el análisis del FMI.

En el panel superior del gráfico 2 se recoge la comparación entre los saldos observados en 2012 y el saldo deseable según las dos especificaciones consideradas: la del FMI y la extensión propuesta. En el panel inferior del gráfico 2 se presenta directamente la diferencia entre el saldo observado y los saldos deseables respectivos, es decir, la estimación del desequilibrio para cada país¹⁴.

De acuerdo con la estimación del FMI (EBA), el superávit por cuenta corriente observado en 2012 era más elevado de lo que sería deseable en varias economías asiáticas y, dentro de la Unión Europea, en países como Alemania, Suecia y Países Bajos. Por otro lado, varias economías avanzadas, como Japón y Canadá, presentaban un saldo por cuenta corriente inferior al deseable, así como algunos países europeos, como Francia y Reino Unido, y economías emergentes, como Turquía y Sudáfrica. En el caso de España, las diferencias entre el saldo deseable y el observado son mínimas y cercanas a cero en ambos casos.

¹⁴ En el gráfico 2 se muestran los desequilibrios obtenidos por el EBA, que se refieren tan solo a 25 de los 49 países que constituyen la muestra utilizada en la estimación. En FMI (2013) se muestra que, para que los desequilibrios de los 49 países sean mutuamente consistentes, solo es necesaria una pequeña corrección, pues constituyen el 90 % del PIB mundial. Los desequilibrios de los 25 países representados en el gráfico 2 no tienen por qué ser globalmente consistentes (sumar cero).

En particular, según el EBA, China, Malasia, Corea y Tailandia presentaban en 2012 un superávit excesivo, que vendría explicado por un grado insuficiente de protección social —aproximado por el gasto público en sanidad—, que fomenta un elevado ahorro precautorio, por restricciones al movimiento de capitales (que dificultan la posibilidad de financiar el crecimiento) y por intervenciones en el mercado cambiario. Por su parte, Alemania, Suecia, Holanda y Suiza mostraban en 2012 un saldo por cuenta corriente con fuerte superávit. El marcado envejecimiento de la población proyectado para estos países (que requiere la acumulación de ahorro) y sus bajas perspectivas de crecimiento (que fomentan la transferencia de capital hacia economías más dinámicas) pueden explicar solo en parte ese superávit. Otras economías avanzadas, como Japón y Reino Unido, presentaban un saldo por cuenta corriente inferior al deseable, debido principalmente a una política fiscal considerada demasiado laxa, que origina un superávit exterior insuficiente (en el caso de Japón) o bien un déficit excesivo (Reino Unido). Por otro lado, a pesar de que Estados Unidos presentaba un déficit por cuenta corriente en 2012, este saldo es similar al que sería deseable, según el EBA, debido principalmente al carácter de moneda de reserva que tiene el dólar y a la estabilidad política e institucional de Estados Unidos, que favorecen la atracción de capital extranjero. Un elevado gasto sanitario óptimo y un déficit fiscal deseable relativamente elevado explican, además, que el ahorro nacional y el saldo exterior deseables sean relativamente reducidos.

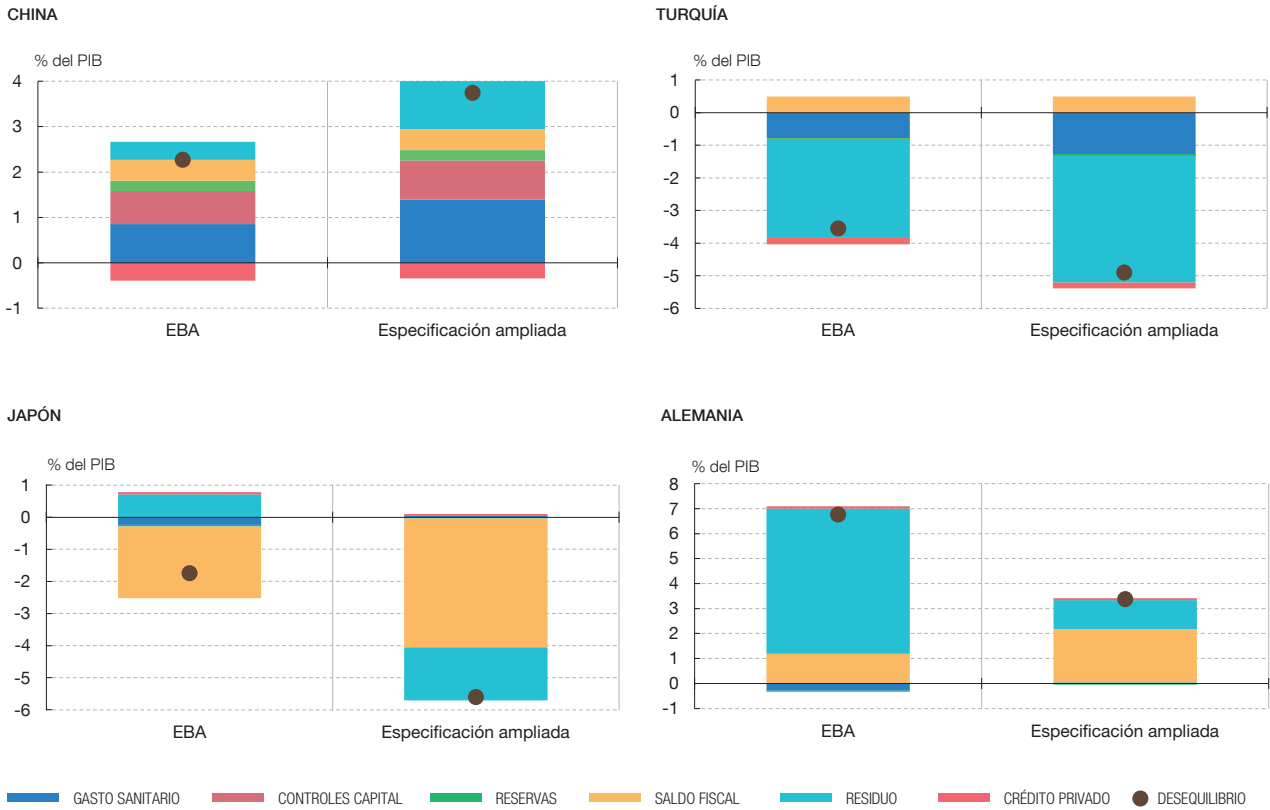
En el panel inferior del gráfico 2 se comparan los desequilibrios de los saldos por cuenta corriente estimados por el EBA con los que resultan a partir de las estimaciones con la especificación ampliada. Las diferencias entre ambas estimaciones pueden provenir del efecto de las desviaciones de las variables de política de sus referencias deseables, que es distinto en las dos especificaciones, o del tamaño del residuo. En varias economías asiáticas —China, Corea y, en cierta medida, Tailandia—, la distorsión debida al insuficiente grado de protección social adquiere mayor importancia en la especificación ampliada (gráfico 3, para China), al tener el gasto sanitario un mayor impacto sobre el saldo por cuenta corriente en los países percibidos como menos seguros.

En algunas economías emergentes deficitarias, como Turquía, el desequilibrio externo en la regresión con efectos diferenciales es de mayor tamaño, ya que dicha regresión proporciona un déficit deseable menor que el del EBA. En el caso de Turquía, esto es debido principalmente a factores demográficos: este país tiene una elevada proporción de población joven y una ratio de dependencia reducida, cuyo impacto positivo sobre el ahorro y el saldo por cuenta corriente que sería deseable es muy superior en la estimación ampliada¹⁵.

En el caso de Japón, el desequilibrio obtenido con la especificación ampliada es muy superior al que estima el FMI. Ello se debe, principalmente, a la desviación de la política fiscal respecto a la referencia deseable, que tiene un mayor impacto en la regresión con efectos diferenciales para países seguros que en el EBA¹⁶. Las diferencias que se observan en el caso de Bélgica provienen también de la distorsión fiscal.

15 Además, la referencia establecida por el FMI implica que el gasto público sanitario de Turquía se sitúa por encima del deseable, generando una distorsión de política más pronunciada en la especificación ampliada, que estima un impacto de este determinante mayor en valor absoluto.

16 El tamaño del residuo también influye en la magnitud del desequilibrio de Japón, siendo positivo en la regresión del EBA y negativo en la estimación ampliada. Estas diferencias provienen de los distintos efectos estimados para los factores demográficos, el gasto sanitario y el hecho de contar con una divisa que es utilizada como moneda de reserva internacional.



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

Finalmente, para el conjunto de países industrializados con fuerte superávit —Alemania, Holanda, Suiza y Suecia— la regresión con efectos diferenciales de países seguros conduce a un superávit de referencia más elevado que el que resulta de la estimación del FMI, aunque sigue quedando por debajo del superávit que registran estas economías, cuyos desequilibrios externos estimados siguen siendo de magnitud considerable. Al menor desequilibrio contribuye la correlación existente entre países seguros y algunas características que justifican un superávit mayor, como el notable efecto del ritmo de envejecimiento (véase gráfico 3, para Alemania) o el impacto de las reducidas perspectivas de crecimiento de estas economías. Además, el elevado gasto sanitario de estos países europeos apenas tiene efecto sobre la cuenta corriente, al ser economías seguras. No obstante, en este grupo de países europeos, aunque el desequilibrio estimado es menor con la especificación ampliada, el impacto de la distorsión fiscal es mayor, al haber implementado políticas fiscales excesivamente contractivas, en términos relativos.

Conclusiones

La capacidad de algunos países, que son percibidos como destinos seguros por los inversores, de sostener déficits elevados por cuenta corriente durante largos períodos de tiempo y de atraer capital extranjero en períodos de turbulencias en los mercados financieros internacionales implica una menor relación entre su saldo por cuenta corriente y sus fundamentos macroeconómicos. El presente artículo confirma esta hipótesis, al presentar evidencia de que la percepción del riesgo de una economía como destino para la inversión influye de manera efectiva sobre la forma en que dichos fundamentos afectan al saldo exterior.

Para probarlo se utiliza una extensión del modelo para el saldo por cuenta corriente que el FMI emplea en la valoración de la posición externa de los países en el *External Sector*

Report. Así, factores como la política fiscal, el grado de protección social o el ritmo de envejecimiento afectan de manera distinta a las economías en función del grado percibido de riesgo, y las restricciones a los movimientos de capital solo resultan relevantes en los países menos seguros. Del mismo modo, la capacidad de atraer capitales del exterior para financiar el crecimiento futuro se ve dificultada en momentos de crisis en los mercados financieros, excepto si se trata de países que son destinos seguros para la inversión.

Los desequilibrios exteriores calculados en este artículo con la metodología extendida del FMI son cualitativamente similares a los obtenidos con la metodología original del FMI, aunque se obtienen diferencias en cuanto a su magnitud y a los factores que los explican. Los resultados suponen unos desequilibrios menores en las economías avanzadas, que presentaban superávits excesivos en la especificación original (y algo mayores, en general, en las economías emergentes), y unos desequilibrios mayores en las economías con déficit excesivo, salvo alguna excepción.

Este trabajo es una contribución a la metodología de análisis de los desequilibrios globales desarrollada por el FMI, que aún está en proceso de consolidación, y que es uno de los resultados palpables del renovado marco de cooperación económica en el seno del G-20.

10.4.2014.

BIBLIOGRAFÍA

- BÖRSCH-SUPAN, A., y A. LUSARDI (2002). «Saving: Cross-National Perspective», introducción en *Life-cycle Savings and Public Policy: A Cross-National Study in Six Countries*, Mannheim.
- BUSSIÈRE, M., M. CA' ZORZI, A. CHUDIK y A. DIEPPE (2010). *Methodological advances in the assessment of equilibrium exchange rates*, ECB Working Paper 1151.
- CABALLERO, R., E. FARHI y P. O. GOURINCHAS (2008). «An equilibrium model of global imbalances and low interest rates», *American Economic Review*, 98 (1).
- CALDERÓN, C., A. CHONG y N. LOAYZA (2002). «Determinants of current account déficits in developing countries», *The B.E. Journal of Macroeconomics*, 2 (1).
- CHINN, M., y E. PRASAD (2003). «Medium-term determinants of current accounts in industrial and developing countries: an empirical exploration», *Journal of International Economics*, 59.
- DEBELLE, G., y H. FARUQUEE (1996). *What determines the current account? A cross-sectional and panel approach*, IMF Working Paper 96/58.
- FMI (2012). *Pilot External Sector Report*, julio.
- (2013). *Pilot External Sector Report*, junio.
- KENICKELL, A., y A. LUSARDI (2005). *Disentangling the importance of the precautionary saving motive*, NBER Working Paper, 10888.
- MENDOZA, E., V. QUADRINI y J. V. RÍOS-RULL (2009). «Financial integration, financial deepness and global imbalances», *Journal of Political Economy*, 117 (3).
- PHILLIPS, S., L. CATAO, L. RICCI, R. BEMS, M. DAS, J. DI GIOVANNI, D. FILIZ UNSAL, M. CASTILLO, J. LEE, J. RODRÍGUEZ y M. VARGAS (2013). *The External Balance Assessment (EBA) Methodology*, IMF Working Paper WP/13/272, diciembre.
- SASTRE, T., y F. VIANI (2014). *Countries' safety and competitiveness, and the estimation of the current account misalignments*, Documentos de Trabajo, n.º 1401, Banco de España.

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

Introducción

Durante el primer trimestre de 2014 se han promulgado nuevas disposiciones de carácter financiero, que se resumen en este artículo.

El Banco Central Europeo (BCE) ha promulgado varias disposiciones relativas a la modificación de su reglamento interno; a las exigencias de información en materia de cuentas financieras trimestrales y en materia estadística de las finanzas públicas; a la modificación de las normas para la elaboración de sus cuentas anuales; a la gestión de los activos exteriores de reserva del BCE por los bancos centrales nacionales (BCN) de la zona del euro; a la adquisición de billetes en euros, y a los ajustes de la participación de los BCN que forman parte del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) en el capital del BCE.

Por su parte, el Banco de España ha publicado dos circulares: la primera desarrolla la normativa de supervisión y solvencia de las entidades de crédito de la Unión Europea haciendo uso de algunas de las opciones reguladoras establecidas en la misma. La segunda modifica la normativa contable de las entidades de crédito para concretar determinados aspectos de la Ley 8/2012, de 30 de octubre, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero.

En el ámbito del mercado de valores, se han aprobado cuatro disposiciones: 1) las condiciones de emisión de deuda del Estado para el año 2014 y enero de 2015, que son habituales en este período; 2) la actualización de las condiciones de actuación de los Creadores de Mercado de Deuda Pública; 3) la atribución a la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB) de la condición de entidad colaboradora de los planes estatales de vivienda, y 4) el establecimiento de las normas contables y modelos financieros de las empresas de servicios de inversión y de las sociedades rectoras de las infraestructuras de mercados.

En el ámbito de la normativa europea, se han publicado un reglamento delegado, que establece una serie de normas técnicas aplicables a los requisitos de fondos propios de las entidades financieras, y una directiva sobre los contratos de crédito celebrados con los consumidores para bienes inmuebles de uso residencial.

Finalmente, se comentan: 1) las medidas urgentes adoptadas en materia de refinanciación y reestructuración de la deuda empresarial; 2) las novedades de carácter financiero recogidas en una ley orgánica relativa al control de la deuda comercial en el sector público, y 3) la modificación de la normativa para la defensa de los consumidores y usuarios.

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

Banco Central Europeo: modificación de su reglamento interno

Se ha publicado la *Decisión BCE/2014/1, de 22 de enero de 2014* (DOUE del 29 de marzo), que modifica la Decisión BCE/2004/2 por la que se adopta el reglamento interno del BCE, que entró en vigor el 22 de enero.

Su objetivo es adaptar la organización interna del BCE y sus órganos rectores a los nuevos requisitos derivados del Reglamento (UE) n.º 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre de 2013, que encomienda al BCE tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la

1	Introducción
2	Banco Central Europeo: modificación de su reglamento interno
2.1	Código de conducta y comité de auditoría
2.2	Consejo de Supervisión
3	Banco Central Europeo: información estadística en materia de cuentas financieras trimestrales
4	Banco Central Europeo: información estadística de las finanzas públicas
5	Banco Central Europeo: normas para la elaboración de sus cuentas anuales
6	Banco Central Europeo: gestión de los activos exteriores de reserva
7	Adquisición de billetes en euros: modificación de su normativa
8	Ajustes de la participación en el capital del Banco Central Europeo
9	Banco de España: supervisión y solvencia de las entidades de crédito
9.1	Requisitos de recursos propios para el año 2014
9.2	Opciones reguladoras de carácter permanente
9.3	Opciones reguladoras de carácter transitorio (período 2014-2019)
9.3.1	Deducciones en los elementos del capital 1 ordinario
9.3.2	Deducciones en los elementos del capital 1 adicional y de capital de nivel 2 durante el periodo transitorio 2014-2017
9.3.3	Ajustes y filtros prudenciales
9.3.4	Otras opciones normativas
10	Banco de España: normativa contable de las entidades de crédito
11	Deuda del Estado: condiciones de emisión durante 2014 y enero de 2015
11.1	Letras del Tesoro
11.2	Bonos y obligaciones del Estado
12	Creadores de mercado de la deuda del Estado: modificación de la normativa
13	SAREB: atribución de entidad colaboradora de los planes estatales de vivienda
14	Normas contables y modelos financieros de las empresas de servicios de inversión y de las sociedades rectoras de las infraestructuras de mercados
15	Unión Europea: normas técnicas aplicables a los fondos propios de las entidades financieras
16	Unión Europea: contratos de crédito celebrados con los consumidores para bienes inmuebles de uso residencial
16.1	Ámbito de aplicación
16.2	Condiciones aplicables a los prestamistas, a los intermediarios de crédito y a los representantes designados
16.2.1	Obligaciones comunes
16.2.2	Condiciones específicas exigibles a los intermediarios de crédito y representantes designados, y actividad transfronteriza
16.3	Información y prácticas previas a la celebración del contrato de crédito
16.4	Información precontractual
16.5	Evaluación de la solvencia del consumidor
16.6	Tasa anual equivalente
16.7	Préstamos en moneda extranjera y tipos de interés variables
16.8	Otros aspectos de la directiva
16.9	Modificación de la Directiva 2008/48/CE
17	Medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial
17.1	Suspensión y paralización de las ejecuciones de bienes necesarios para la continuidad de la actividad profesional o empresarial
17.2	Modificación de las condiciones para impedir la rescisión de los acuerdos de refinanciación
17.3	Incentivos a la concesión de nueva financiación
17.4	Nuevas condiciones de los acuerdos de refinanciación homologados judicialmente
17.5	Banco de España: tratamiento de las operaciones reestructuradas como consecuencia de un acuerdo de refinanciación
17.6	Tratamiento fiscal de los acuerdos de refinanciación
17.7	Otras novedades
18	Control de la deuda comercial en el sector público
18.1	Período medio de pago a proveedores
18.2	Medidas de prevención automática
18.3	Medidas automáticas de corrección y medidas coercitivas
18.4	Otras novedades
19	Defensa de los consumidores y usuarios: modificación de la normativa

supervisión prudencial de las entidades de crédito, para clarificar la interacción de los órganos que intervienen en el proceso de elaboración y adopción de decisiones de supervisión.

Las novedades más relevantes son las siguientes.

CÓDIGO DE CONDUCTA Y COMITÉ DE AUDITORÍA

El Consejo de Gobierno deberá adoptar un código de conducta para orientación de sus miembros y quienes sean nombrados sus sustitutos, que se publicará en la dirección de Internet del BCE. De igual modo, el código de conducta establecido por el Comité Ejecutivo para orientación de sus miembros y de los empleados del BCE, así como sus actualizaciones, se publicarán también en la dirección de Internet del BCE.

Por otro lado, el Consejo de Gobierno deberá crear un comité de auditoría y establecerá su mandato y composición, para reforzar los procedimientos de control internos y externos existentes, y para mejorar aún más el gobierno corporativo del BCE y el Eurosistema.

CONSEJO DE SUPERVISIÓN

Se desarrollan las funciones del Consejo de Supervisión¹, creado por el Reglamento (UE) n.º 1024/2013, estableciendo, además de su composición, el modo de nombramiento de sus miembros; las condiciones de contratación del presidente de dicho Consejo, y el procedimiento de votación y adopción de las decisiones que tome en el desempeño de las funciones atribuidas por el citado reglamento.

Al igual que el Consejo de Gobierno, adoptará y actualizará un código de conducta para orientación de sus miembros y quienes sean nombrados sus sustitutos, que se publicará en la dirección de Internet del BCE. Del mismo modo que es aplicable al resto de los órganos rectores del BCE, las deliberaciones del Consejo de Supervisión serán confidenciales, salvo que el Consejo de Gobierno autorice al presidente a publicar los resultados de las deliberaciones. Asimismo, sus miembros estarán sujetos a la obligación de secreto profesional.

Finalmente, el BCE tomará todas las medidas necesarias para garantizar la separación entre las funciones de política monetaria y de supervisión, aunque no excluirá el intercambio entre los dos ámbitos funcionales de la información necesaria para el desempeño de las funciones del BCE y del SEBC.

Banco Central Europeo: información estadística en materia de cuentas financieras trimestrales

Se ha publicado la *Orientación BCE/2013/24, de 25 de julio de 2013* (DOUE del 7 de enero de 2014), sobre las exigencias de información estadística del BCE en materia de cuentas financieras trimestrales, que sustituye a la *Orientación BCE/2002/7, de 21 de noviembre de 2002*, procediendo a su derogación a partir del 1 de septiembre de 2014, que es la fecha de entrada en vigor de la actual.

La orientación adapta las exigencias del BCE en materia de cuentas financieras trimestrales a las normas estadísticas de la Unión Europea, establecidas en el Reglamento (UE) n.º 549/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, relativo al Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales de la Unión Europea (en adelante, SEC 2010), que sustituyó al SEC 95.

Los BCN transmitirán al BCE cada trimestre natural los datos especificados en los nuevos cuadros que figuran en el anejo I, ajustándolos a los principios y definiciones del SEC 2010.

¹ El Consejo de Supervisión está formado por un presidente, un vicepresidente, cuatro representantes del BCE y un representante de la autoridad nacional competente de cada Estado miembro participante.

Para una mejor comprensión de las interconexiones entre sectores institucionales, las cuentas financieras trimestrales nacionales contendrán información por sectores de contrapartida (también conocida como «información que identifica a las contrapartes») relativa a los activos financieros y pasivos.

Por otro lado, se establecen los plazos de transmisión de los datos que son inferiores a los de la actual normativa, introduciendo un período transitorio de reducción progresiva hasta septiembre de 2017.

Finalmente, se mantiene el deber de cooperación con las autoridades nacionales competentes cuando estas sean distintas de los BCN, para asegurar una adecuada transmisión de datos que cumpla las normas y exigencias establecidas en la Orientación.

Banco Central Europeo: información estadística de las finanzas públicas

Se ha publicado la *Orientación BCE/2013/23, de 25 de julio de 2013* (DOUE del 7 de enero de 2014), sobre las estadísticas de las finanzas públicas, que sustituye a la Orientación BCE/2009/20, de 31 de julio de 2009², procediendo a su derogación a partir del 1 de septiembre de 2014, fecha de entrada en vigor de la actual.

Al igual que en la norma anterior, la Orientación adapta las exigencias del BCE en materia de estadísticas de finanzas públicas a las normas de la UE establecidas en el Reglamento (UE) n.º 549/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, relativo al SEC 2010, que sustituye al SEC 95. Los BCN seguirán presentando todos los años al BCE las estadísticas de las finanzas públicas, cuyos nuevos modelos se especifican en el anejo I, debidamente actualizadas conforme al SEC 2010.

Asimismo, los datos sobre déficit/superávit, deuda, ingresos, gastos y PIB nominal irán acompañados de las razones que hubieran motivado las revisiones cuando la magnitud del cambio en el déficit/superávit provocado por las revisiones sea, al menos, del 0,3 % del PIB o la magnitud del cambio en la deuda, los ingresos, los gastos o el PIB nominal provocado por las revisiones sea, al menos, del 0,5 % del PIB.

A partir de los datos presentados por los BCN, el BCE seguirá llevando una base de datos de las estadísticas de las finanzas públicas que incluirá las de la zona del euro y las nacionales. El BCE facilitará la base de datos de las estadísticas de las finanzas públicas al SEBC.

Finalmente, los BCN procurarán establecer las formas de cooperación con las autoridades nacionales competentes cuando estas sean distintas de los BCN para asegurar una estructura permanente de transmisión de datos que cumpla las normas y exigencias del SEBC, salvo que el mismo resultado se logre ya mediante la legislación nacional.

Banco Central Europeo: normas para la elaboración de sus cuentas anuales

Se ha publicado la *Decisión BCE/2013/52, de 27 de diciembre de 2013* (DOUE del 4 de febrero), por la que se modifica la Decisión BCE/2010/21, de 11 de noviembre de 2010, sobre las cuentas anuales del BCE, con el fin de adaptarla a la versión revisada de la norma internacional de contabilidad 19, «retribuciones a los empleados».

En este sentido, se modifica el anejo I de la Decisión BCE/2010/21 para incluir en el lado del pasivo del balance del BCE la declaración de los resultados del recálculo del pasivo (activo) neto por prestaciones definidas respecto a las retribuciones posempleo. Dichos

² Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2009», *Boletín Económico*, octubre de 2009, Banco de España, pp. 148 y 149.

resultados son la posición neta de las siguientes subpartidas: 1) ganancias y pérdidas actuariales en el valor actual de las obligaciones por prestaciones definidas; 2) rendimiento de los activos afectos al plan, excluyendo las cantidades incluidas en el interés neto sobre el pasivo (activo) neto por prestaciones definidas, y 3) todo cambio en los efectos del límite del activo, excluyendo las cantidades incluidas en el interés neto sobre el pasivo (activo) neto por prestaciones definidas.

La Decisión entró en vigor el pasado 30 de diciembre.

Banco Central Europeo: gestión de los activos exteriores de reserva

Se ha publicado la *Orientación BCE/2013/45, de 28 de noviembre de 2013* (DOUE del 4 de marzo de 2014), por la que se modifica la *Orientación BCE/2008/5, de 20 de junio de 2008*, sobre la gestión de los activos exteriores de reserva del BCE por los BCN de la zona del euro, y la documentación jurídica requerida para las operaciones en dichos activos, que entró en vigor el 4 de marzo.

La *Orientación BCE/2008/5* establecía que los BCN podían: 1) participar en la gestión operativa de los activos exteriores de reserva transferidos al BCE; 2) participar en ella mancomunadamente con otro u otros BCN, o 3) abstenerse de participar en dicha gestión. En este último caso, los demás BCN gestionarían los activos que hubiera gestionado ese BCN de no abstenerse.

A partir de ahora, se permite que un BCN de la zona del euro pueda solicitar al BCE o a otro u otros BCN de la zona del euro que asuman ciertas funciones en su nombre relativas a dicha gestión, y estos tendrán libertad para aceptar o rechazar dicha solicitud.

Adquisición de billetes en euros: modificación de su normativa

Se ha publicado la *Orientación BCE/2013/49, de 18 de diciembre de 2013* (DOUE del 1 de febrero), por la que se modifica la *Orientación BCE/2004/18, de 16 de septiembre*³, sobre la adquisición de billetes en euros, con el fin de dar cumplimiento a los postulados de esta norma, que preceptuaba su revisión cada dos años a partir de entonces.

El 10 de julio de 2003 el Consejo de Gobierno del BCE decidió que, a más tardar, a partir del 1 de enero de 2012 se aplicaría a la adquisición de billetes en euros un procedimiento único de licitación del Eurosistema. Dado que no se produjeron los supuestos en los que se basaba su fecha de inicio, la *Orientación BCE/2011/3, de 18 de marzo de 2011*, modificó la fecha de inicio del procedimiento único de licitación del Eurosistema, que pasó del 1 de enero de 2012 al 1 de enero de 2014, salvo que el Consejo de Gobierno decidiera otra fecha de inicio.

Ahora, la *Orientación BCE/2013/49* ha decidido retrasar nuevamente la fecha de comienzo, debido a que seguían sin cumplirse tales supuestos, y ha otorgado al Consejo de Gobierno del BCE la facultad de decidir dicha fecha.

La *Orientación* entró en vigor el 1 de febrero.

Ajustes de la participación en el capital del Banco Central Europeo

Los estatutos del SEBC y del BCE disponen que las ponderaciones en la clave del capital se ajusten cada cinco años, y que se apliquen a partir del primer día del año siguiente. El último ajuste realizado se llevó a cabo en 2008, mediante la *Decisión BCE/2008/23, de 12 de diciembre de 2008*, con efectos a partir del 1 de enero de 2009.

³ Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2004», *Boletín Económico*, enero de 2005, Banco de España, pp. 115 y 116.

El pasado 1 de julio, con ocasión del ingreso de Croacia en la UE, aumentó automáticamente el capital suscrito del BCE que pasó de 10.760,65 millones de euros a 10.825,01 millones de euros, lo que requirió el establecimiento de nuevas ponderaciones asignadas a cada uno de los BCN en la suscripción del capital del BCE.

De conformidad con la Decisión 2003/517/CE del Consejo, de 15 de julio de 2003, la Comisión Europea facilitó al BCE los datos estadísticos que han de utilizarse para determinar la clave del capital ajustada.

En virtud de esa información, el BCE ha publicado varias decisiones para ajustar las participaciones de los BCN en el capital del BCE, que entraron en vigor el pasado 1 de enero.

Se reseñan a continuación las modificaciones más relevantes:

La *Decisión BCE/2013/28, de 29 de agosto de 2013* (DOUE del 21 de enero), sustituye y deroga la Decisión BCE/2013/17, de 21 de junio de 2013, sobre la participación de los BCN en la clave para la suscripción del capital del BCE. A este respecto, se establecen nuevas ponderaciones asignadas a cada uno de los BCN en la suscripción del capital del BCE. En el caso del Banco de España, la ponderación de la clave de capital pasa del 8,2533 % al 8,8409 %.

La *Decisión BCE/2013/30, de 29 de agosto de 2013* (DOUE del 21 de enero), sustituye y deroga la Decisión BCE/2013/19, de 21 de junio de 2013, sobre el desembolso del capital del BCE por los BCN de los Estados miembros cuya moneda es el euro. El capital suscrito del BCE continuará siendo de 10.825,01 millones de euros. De acuerdo con las nuevas ponderaciones en la clave de capital establecidas en la decisión anterior, se modifica el importe total del capital suscrito y desembolsado de cada BCN de la zona del euro. En el caso del Banco de España, el importe del capital suscrito y desembolsado pasa de 893,42 millones de euros a 957,03 millones de euros.

La *Decisión BCE/2013/29, de 29 de agosto de 2013* (DOUE del 21 de enero), sustituye y deroga la Decisión BCE/2013/18, de 21 de junio de 2013, por la que se establecen las condiciones de las transferencias de las participaciones del capital del BCE entre los BCN y las condiciones del ajuste del desembolso del capital.

Dado que los BCN de la zona del euro han desembolsado la parte del capital suscrito del BCE hasta el 31 de diciembre de 2013, cada uno de ellos⁴ deberá transferir al BCE, o el BCE les transferirá, las cantidades necesarias para ajustarse a los nuevos importes suscritos de capital reflejados en la Decisión BCE/2013/30. En el caso del Banco de España, el importe que transferirá al BCE asciende a 63,61 millones de euros.

La *Decisión BCE/2013/31, de 30 de agosto de 2013* (DOUE del 21 de enero), sustituye y deroga la Decisión BCE/2013/20, de 21 de junio de 2013, sobre el desembolso del capital del BCE por los BCN no pertenecientes a la zona del euro. Cada BCN no perteneciente a la zona del euro desembolsará un 3,75 % de su participación suscrita del capital del BCE, que sigue siendo el mismo porcentaje establecido con anterioridad.

4 A excepción del BCN de Letonia, el Latvijas Banka, que pertenece a la zona del euro desde el pasado 1 de enero. El desembolso del capital, la transferencia de activos exteriores de reserva y la contribución a las reservas y provisiones del BCE por el Latvijas Banka se regirá por decisiones específicas del Consejo de Gobierno del BCE, que se comentarán más adelante.

La *Decisión BCE/2013/26, de 29 de agosto de 2013* (DOUE del 21 de enero), sustituye y deroga la *Decisión BCE/2013/15, de 21 de junio de 2013*, por la que se adoptan las medidas necesarias para la contribución al valor acumulado de los recursos propios del BCE y para el ajuste de los activos de los BCN equivalentes a las reservas exteriores transferidas.

Los ajustes de las ponderaciones en la clave del capital, y el consiguiente cambio de las participaciones de los BCN de la zona del euro en el capital suscrito del BCE, exigen ajustar las reservas exteriores que los BCN han proporcionado al BCE. De este modo, los BCN cuyas reservas aumenten a causa de la ampliación de sus ponderaciones en la clave del capital deberán realizar una transferencia compensatoria a favor del BCE, mientras que el BCE deberá hacer una transferencia compensatoria a favor de los BCN cuyas reservas disminuyan debido a una reducción de sus ponderaciones en la clave del capital. En el caso de España, hasta el 31 de diciembre de 2013 las reservas exteriores transferidas al BCE ascendían a 4.782,87 millones de euros y a partir del pasado 1 de enero deben situarse en 5.123,39 millones de euros, por lo que deberá realizar una transferencia compensatoria al BCE de 340,52 millones de euros.

La *Decisión BCE/2013/27, de 29 de agosto de 2013* (DOUE del 21 de enero), modifica la *Decisión BCE/2010/29, de 13 de diciembre de 2010*, sobre la emisión de billetes de banco denominados en euros. Como consecuencia de las nuevas ponderaciones en la clave del capital del BCE se especifican nuevas claves de asignación de billetes en euros a partir del 1 de enero de 2014. En el caso de España, dicha clave pasa de 10,916 % a 11,623 %.

Finalmente, con ocasión de la adopción del euro por parte de Letonia, a partir del pasado 1 de enero, y del ingreso de su BCN, Latvijas Banka, en el SEBC, el BCE ha publicado dos decisiones adicionales para ajustar las participaciones de los BCN en el BCE: la *Decisión BCE/2013/41, de 22 de octubre de 2013* (DOUE del 8 de enero), relativa a las disposiciones transitorias para la aplicación de las reservas mínimas por el BCE después de la introducción del euro en Letonia; y la *Decisión BCE/2013/53, de 31 de diciembre de 2013* (DOUE del 21 de enero), relativa al desembolso de capital, la transferencia de activos exteriores de reserva y la contribución a las reservas y provisiones del BCE por el Latvijas Banka.

**Banco de España:
supervisión y solvencia
de las entidades de
crédito**

Se ha publicado la *CBE 2/2014, de 31 de enero* (BOE del 5 de febrero), sobre el ejercicio de diversas opciones reguladoras contenidas en el Reglamento (UE) n.º 575/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013⁵, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012⁶, que entró en vigor el 6 de febrero. Asimismo, se aprovecha para derogar la *CBE 7/2012, de 30 de noviembre*, sobre requerimientos mínimos de capital principal.

El Banco de España hace uso de algunas de las opciones reguladoras establecidas en dicho reglamento, unas tienen carácter permanente y otras carácter transitorio. Las primeras per-

5 Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2013», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2013, Banco de España, pp. 170-185.

6 El Real Decreto Ley 14/2013, de 29 de noviembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de supervisión y solvencia de entidades financieras, realizó las adaptaciones más urgentes del ordenamiento jurídico español a las novedades derivadas de la Directiva 2013/36/UE, de 26 de junio, del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y las empresas de inversión y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE, y del Reglamento (UE) n.º 575/2013, de 26 de junio de 2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión. Asimismo, en su disposición final quinta habilitó al Banco de España para hacer uso de las opciones que se atribuyen en el Reglamento (UE) n.º 575/2013 a las autoridades competentes nacionales, varias de las cuales se desarrollan en esta circular.

miten una continuidad en el tratamiento que la normativa española había venido dando a determinadas cuestiones antes de la entrada en vigor del citado reglamento, cuya justificación viene establecida por el modelo de negocio que tradicionalmente han seguido las entidades españolas. Las de carácter transitorio se aplicarán, salvo alguna excepción que se señalará oportunamente, entre el 1 de enero de 2014 y el 31 de diciembre de 2017.

Con el mismo objetivo que el regulador comunitario de facilitar una adaptación progresiva y suave a los nuevos requerimientos derivados de la introducción del marco de Basilea III en la Unión Europea, el Banco de España ha optado por tomar los plazos más largos permitidos por el Reglamento (UE) n.º 575/2013 y los coeficientes correctores menos exigentes. No obstante, en ciertos casos en que la normativa española, en particular, en la CBE 3/2008, de 22 de mayo⁷, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos, venía siendo más exigente que la permitida por el mencionado reglamento, esta se ha considerado un suelo a partir del cual se ejercerá la opción.

Asimismo, se precisa el tratamiento que las entidades deberán seguir aplicando para ciertas cuestiones, hasta la entrada en vigor de las normas técnicas de regulación que está elaborando la Autoridad Bancaria Europea (ABE).

A continuación se comentan los aspectos más relevantes.

REQUISITOS DE RECURSOS PROPIOS PARA EL AÑO 2014

En relación con los requisitos de recursos propios exigibles para el año 2014, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 465 del Reglamento (UE) n.º 575/2013, las entidades deberán, en todo momento, cumplir con una ratio de capital de nivel 1 ordinario del 4,5 %, y con una ratio de capital de nivel 1 del 6 %⁸.

OPCIONES REGULADORAS DE CARÁCTER PERMANENTE

Se refieren al tratamiento de determinadas participaciones que posean las entidades de crédito. En el caso de que se trate de instrumentos de fondos propios de una entidad aseguradora que tengan el carácter de inversión significativa⁹, el Banco de España, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 49.1 del Reglamento (UE) n.º 575/2013, podrá autorizar que las entidades no deduzcan de sus fondos propios dichas tenencias, en cuyo caso se ponderarán como riesgo de crédito a efectos del cálculo de los requisitos de recursos propios, aplicándose bien el método estándar, bien el basado en calificaciones internas (IRB), según proceda.

En relación con las participaciones cualificadas¹⁰ en entidades de carácter no financiero, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 89.3 del Reglamento (UE) n.º 575/2013, las entidades deberán aplicar la ponderación del 1.250 %¹¹.

7 Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2008», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2008, Banco de España, pp. 147-158.

8 Conforme al Reglamento (UE) n.º 575/2013, el capital de nivel 1 (o *Tier 1*) es la suma del capital de nivel 1 ordinario (integrado, básicamente, por capital ordinario y reservas), y el capital de nivel 1 adicional (integrado por instrumentos híbridos). Asimismo, establecía unos rangos de requisitos de fondos propios para el año 2014, que oscilaban entre los siguientes intervalos: 1) una ratio de capital de nivel 1 ordinario comprendido entre el 4 % y el 4,5 %, y 2) una ratio de capital de nivel 1 comprendido en un intervalo del 5,5 % al 6 %, que debían ser concretados por las autoridades competentes.

9 Se entenderá que la entidad de crédito tiene una inversión significativa en una entidad financiera cuando se produzcan cualquiera de las siguientes circunstancias: 1) que la entidad posea más del 10 % de los instrumentos de capital de nivel 1 ordinario emitidos por la entidad financiera; 2) que la entidad mantenga vínculos estrechos con la entidad financiera y posea instrumentos de capital de nivel 1 ordinario de esta última; 3) que la entidad posea instrumentos de capital de nivel 1 ordinario emitidos por la entidad financiera y esté incluida en la misma consolidación contable que la entidad a efectos de información financiera con arreglo al marco contable aplicable.

10 Son participaciones superiores al 15 % del capital admisible de la entidad.

11 La otra opción que establecía el Reglamento (UE) n.º 575/2013 era que las autoridades competentes prohibieran que las entidades de crédito posean participaciones cualificadas que sobrepasen el umbral del capital admisible.

Para la determinación del valor de ciertas exposiciones en relación con la cobertura del riesgo de contraparte, en virtud de lo previsto en el artículo 282.6 del Reglamento (UE) n.º 575/2013, las entidades utilizarán el método de valoración de la posición a precios de mercado¹². En estos casos no se reconocerá la compensación, y el valor de exposición se determinará como si existiera un conjunto de operaciones compensables que comprendiera solo una operación.

OPCIONES REGULADORAS
DE CARÁCTER TRANSITORIO
(PERÍODO 2014-2017)

Deducciones en los elementos
de capital 1 ordinario

Las entidades de crédito deberán deducir de los elementos de capital de nivel 1 ordinario el 100 % de los importes siguientes: 1) las pérdidas del ejercicio en curso; 2) los instrumentos propios de capital de nivel 1 ordinario que posea una entidad, directa, indirecta o sintéticamente, incluidos aquellos que la entidad tenga la obligación real o contingente de adquirir en virtud de un compromiso contractual vigente; 3) los instrumentos de capital de nivel 1 ordinario de entidades financieras cuando estas tengan una tenencia recíproca con la entidad de crédito que, a juicio de la autoridad competente, esté destinada a incrementar artificialmente los fondos propios de la misma, y 4) el fondo de comercio procedente de combinaciones de negocio, de consolidación o de la aplicación del método de la participación.

Por otro lado, deberán deducir de los elementos de capital de nivel 1 ordinario determinados porcentajes, que van incrementándose progresivamente del 20 % en 2014 al 80 % en 2017 de los importes siguientes:

- 1) El resto de los activos intangibles distintos del fondo de comercio antes mencionado. La parte residual se deducirá del capital de nivel 1 hasta completar el 100 %.
- 2) Los importes negativos resultantes del cálculo de las pérdidas esperadas para su deducción de los elementos de capital de nivel 1 ordinario, en el caso de que las entidades de crédito calculen las exposiciones ponderadas por riesgo utilizando el método basado en las calificaciones internas. Los importes residuales no deducidos se deducirán un 50 % de los elementos de capital de nivel 1 y el 50 % restante de los elementos del capital de nivel 2.
- 3) Los activos de fondos de pensión de prestaciones definidas en el balance de la entidad para su deducción de los elementos de capital de nivel 1 ordinario¹³. Los importes residuales no se deducirán de ningún elemento de los fondos propios.
- 4) Las tenencias de instrumentos de capital de nivel 1 ordinario de otras entidades financieras. Para ello, las entidades distinguirán entre las tenencias directas, por un lado, y las indirectas o sintéticas, por otro. El porcentaje que se va a deducir se prorrateará entre ambas categorías. Los importes residuales no deducidos que correspondan a la categoría de tenencias directas se deducirán el 50 % de los elementos de capital de nivel 1 y el otro 50 % de los elementos de capital de nivel 2. Por su parte, los importes que correspondan a la categoría de tenencias indirectas o sintéticas estarán sujetos a una ponderación de riesgo crédito, aplicándose bien el método estándar, bien el basado en calificaciones internas (IRB), según proceda.

¹² La otra opción que establecía el Reglamento era que las autoridades competentes determinarán la cuantía de las posiciones de riesgo y los multiplicadores del riesgo de contraparte aplicables de forma prudente.

¹³ En todos estos casos, el Reglamento (UE) n.º 575/2013 establecía los mismos intervalos que los señalados en la nota 8.

Excepcionalmente a lo anterior, se establece un régimen especial para los activos fiscales diferidos que dependen de rendimientos futuros, según se hayan generado antes o después del 1 de enero de 2014. Para los primeros, se aplicarán determinados porcentajes progresivos que van del 0 % en 2014 hasta el 90 % en 2023. Para los que se generaran con posterioridad a esa fecha, se aplicarán los porcentajes señalados en los casos anteriores (del 20 % en 2014 hasta el 80 % en 2017¹⁴). Los importes residuales no se deducirán de los fondos propios y recibirán una ponderación de riesgo del 0 %.

Deducciones en los elementos de capital 1 adicional y de capital de nivel 2 durante el período transitorio 2014-2017

Al igual que en el caso anterior referido al capital 1 ordinario, las entidades de crédito deberán deducir de los elementos de capital de nivel 1 adicional y de capital de nivel 2 el 100 % de: 1) las tenencias directas, indirectas y sintéticas de instrumentos propios de capital de nivel 1 adicional poseídas por las entidades financieras, incluidos los instrumentos propios de capital de nivel 1 adicional que la entidad pueda estar obligada a adquirir como consecuencia de compromisos contractuales vigentes; y 2) las tenencias directas, indirectas y sintéticas de instrumentos de capital de nivel 1 adicional en entidades financieras cuando la entidad posea una tenencia recíproca que, a juicio de la autoridad competente, esté destinada a incrementar artificialmente sus fondos propios.

En el resto de los supuestos, las tenencias de instrumentos de capital de nivel 1 adicional o de capital de nivel 2 que posean de entidades financieras, sean o no significativas, deberán deducirse de los elementos de capital de nivel 1 adicional y de capital de nivel 2, aplicando los porcentajes que van del 20 % en 2014 hasta el 80 % en 2017. Para ello, las entidades distinguirán las tenencias directas, las indirectas o las sintéticas. El porcentaje que se va a deducir se prorrateará entre ambas categorías. Los importes residuales no deducidos que correspondan a la categoría de tenencias directas se deducirán el 50 % de los elementos de capital de nivel 1 y el otro 50 % de los elementos de capital de nivel 2. Asimismo, los importes que correspondan a la categoría de tenencias indirectas o sintéticas estarán sujetos a la ponderación establecida para el riesgo de crédito, aplicándose bien el método estándar, bien el basado en calificaciones internas (IRB), según proceda¹⁵.

Ajustes y filtros prudenciales

Las entidades solo incluirán en el cálculo de sus elementos de capital de nivel 1 ordinario las pérdidas correspondientes a activos financieros disponibles para la venta, registradas como ajustes por valoración en el patrimonio neto¹⁶, conforme a los porcentajes señalados en los supuestos anteriores, que van del 20 % durante 2014 al 80 % durante 2017¹⁷. Asimismo, en ese período las entidades deberán mantener en el cálculo de sus elementos de capital de nivel 1 ordinario el 100 % de las pérdidas y de las ganancias correspondientes a activos y pasivos financieros contabilizados en la cartera de negociación.

En lo referente a las ganancias no realizadas (tanto las valoradas a valor razonable como todas las demás), exceptuando aquellas que estén relacionadas con bienes de inversión

14 El Reglamento (UE) n.º 575/2013 establecía determinados intervalos durante el período transitorio que debían determinar las autoridades competentes correspondientes. En concreto, los siguientes porcentajes: del 10 % al 100 % durante 2015; del 20 % al 100 % durante 2016; del 30 % al 100 % durante 2017; del 40 % al 100 % durante 2018; del 50 % al 100 % durante 2019; del 60 % al 100 % durante 2020; del 70 % al 100 % durante 2021; del 80 % al 100 % durante 2022, y del 90 % al 100 % durante 2023.

15 En ambos casos, el Reglamento (UE) n.º 575/2013 establecía los mismos intervalos que los señalados en la nota 8.

16 Excluyendo las que se deriven de cambios en la propia calidad crediticia de la entidad o del propio riesgo de crédito de la entidad relacionado con los pasivos derivados.

17 El Reglamento (UE) n.º 575/2013 establecía determinados intervalos durante el período transitorio que debían determinar las autoridades competentes correspondientes, recogidos en el artículo 478. En concreto, los siguientes porcentajes: del 20 % al 100 % durante 2014; del 40 % al 100 % durante 2015; del 60 % al 100 % durante 2016, y del 80 % al 100 % durante 2017.

y se hayan registrado en la cuenta de resultados¹⁸, se deberán eliminar de los elementos de capital de nivel 1 ordinario, conforme a porcentajes que oscilan entre el 100 % en 2014 y el 20 % en 2017¹⁹. El importe residual resultante no se eliminará de los elementos del capital de nivel 1 ordinario.

En lo referente a las ganancias y pérdidas valoradas a valor razonable, procedentes de pasivos derivados resultantes de su propio riesgo de crédito, las entidades excluirán de sus fondos propios el 100 % de las ganancias o pérdidas valoradas a valor razonable procedentes de pasivos derivados y resultantes de cambios en la situación crediticia de la propia entidad²⁰.

Otras opciones normativas

De acuerdo con el artículo 479 del Reglamento (UE) n.º 575/2013, durante el período 2014-2017, las entidades podrán computar en el capital de nivel 1 ordinario consolidado aquellos elementos que fueron computables como reservas consolidadas o asimilados conforme a la anterior normativa y que ahora no cumplan las condiciones para ser computados como capital de nivel 1 ordinario consolidado, reduciendo progresivamente su importe entre el 80 % en 2014 y el 20 % en 2017²¹.

En relación con los instrumentos de capital emitidos con anterioridad al Reglamento (UE) n.º 575/2013, se establece un régimen transitorio de 2014 a 2021. Así, se les considerará como elementos de capital de nivel 1 ordinario, de nivel 1 adicional y de nivel 2 según los casos, conforme a los siguientes porcentajes: el 80 % en 2014; el 70 % en 2015; el 60 % en 2016; el 50 % en 2017; el 40 % en 2018; el 30 % en 2019; el 20 % en 2020, y el 10 % en 2021²².

En relación con los grandes riesgos, las entidades podrán quedar exentas de los límites establecidos en el reglamento hasta la entrada en vigor de alguna norma legislativa de la Unión Europea que se publique al efecto después de la revisión que deberá realizar la Comisión Europea antes del 31 de diciembre de 2015 sobre su aplicación, tomando, en todo caso, como fecha límite el 31 de diciembre de 2028. La exención será plena para todas las exposiciones, salvo algunas como los bonos garantizados o los activos que constituyan créditos frente a administraciones regionales o locales de los Estados miembros, que reciben una ponderación de riesgo del 20 %, en las que dicha exención será del 50 %²³.

En lo referente a la ratio de apalancamiento, de acuerdo con el artículo 499.3 del Reglamento (UE) n.º 575/2013, hasta el 31 de diciembre de 2017, las entidades de crédito la calcularán sobre la base de los datos correspondientes al último día del trimestre natural²⁴.

18 Excluyendo, igualmente, las que se deriven de cambios en la propia calidad crediticia de la entidad o del propio riesgo de crédito de la entidad relacionado con los pasivos derivados.

19 Al igual que en el caso anterior, el Reglamento (UE) n.º 575/2013 establecía determinados intervalos en dichos periodos que debían determinar las autoridades competentes correspondientes. En concreto, los siguientes porcentajes: el 100 % durante 2014; del 60 % al 100 % durante 2015; del 40 % al 100 % durante 2016, y del 20 % al 100 % durante 2017.

20 El Reglamento (UE) n.º 575/2013 también establecía determinados intervalos durante el período transitorio. Concretamente los señalados en la nota 8.

21 El Reglamento (UE) n.º 575/2013 establecía los siguientes intervalos: del 0 % al 80 % durante 2014; del 0 % al 60 % durante 2015; del 0 % al 40 % durante 2016, y del 0 % al 20 % durante 2017.

22 El Reglamento (UE) n.º 575/2013 establecía los siguientes intervalos: del 60 % al 80 % durante 2014; del 40 % al 70 % durante 2015; del 20 % al 60 % durante 2016; del 0 % al 50 % durante 2017; del 0 % al 40 % durante 2018; del 0 % al 30 % durante 2019; del 0 % al 20 % durante 2020, y del 0 % al 10 % durante 2021.

23 El Reglamento (UE) n.º 575/2013 permitía que los Estados miembros excluyeran total o parcialmente el cumplimiento de los límites a los grandes riesgos durante el período señalado.

24 El Reglamento (UE) n.º 575/2013 permitía que los Estados, entre 2014 y 2017, autorizasen a las entidades a calcular la ratio de apalancamiento al final del trimestre si consideraban que las entidades no disponían de datos de calidad suficiente para calcular una ratio de apalancamiento que fuese la media aritmética de las ratios de apalancamiento mensuales durante un trimestre.

Finalmente, conforme a lo dispuesto en el artículo 471 del Reglamento (UE) n.º 575/2013, entre 2014 y 2022, el Banco de España podrá autorizar a las entidades de crédito, previa solicitud motivada, a no deducir de los elementos de capital de nivel 1 ordinario las participaciones en el capital de empresas de seguros, empresas de reaseguros y sociedades de cartera de seguros, siempre y cuando se cumplan determinados requisitos. La participación que no se deduzca se considerará como exposición de riesgo y se le aplicará una ponderación del 370 %.

**Banco de España:
normativa contable
de las entidades de
crédito**

Se ha publicado la *CBE 1/2014, de 31 de enero* (BOE del 5 de febrero), por la que se modifica la *CBE 4/2004, de 22 de diciembre*²⁵, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros.

La Ley 8/2012, de 30 de octubre, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero, establecía que el Banco de España debía determinar los activos a los que se asignarían los saldos remanentes existentes a 31 de diciembre de 2013 (es decir, el importe de las coberturas específicas no utilizadas) sobre financiaciones relacionadas con la promoción y construcción inmobiliaria constituidas sobre riesgos calificados como normales a 31 de diciembre de 2011, que no hubieran sido posteriormente aplicadas a consecuencia de una reclasificación como activos dudosos, subestándar o por la adjudicación o recepción de activos en pago de deudas.

En cumplimiento de esta norma, la circular establece dos categorías de activos a los que, por razón de la existencia de evidencias de deterioro, las entidades podrán asignar dicho saldo remanente. Son las siguientes:

- 1) Activos financieros calificados como dudosos y activos inmobiliarios para los que sea necesaria una cobertura superior a las mínimas establecidas en el anejo IX de la *CBE 4/2004*, por razones tales como las debidas a un deterioro superior al estimado en la capacidad de pago del prestatario, al valor estimado de los derechos reales recibidos en garantía respecto de su situación de mercado, incluidos el coste y el plazo para recuperar la liquidez, o cualesquiera otras circunstancias que evidencien que, con la información pública disponible a 31 de diciembre de 2013, la entidad no recuperará la totalidad de los importes reconocidos en el balance.
- 2) Activos financieros relacionados con inversiones en instrumentos de capital no negociados en mercados activos de compañías cuyo negocio más relevante esté vinculado, directa o indirectamente, con el sector inmobiliario, y en las que las estimaciones de deterioro de sus activos inmobiliarios puedan no corresponderse con estimaciones de mercado, o no se haya considerado la necesaria variabilidad o riesgo de que el precio de venta, los costes y los plazos de construcción sean distintos a los importes y tiempos esperados, de acuerdo con las informaciones públicas disponibles a 31 de diciembre de 2013.

Con carácter previo a la formulación de cuentas para el ejercicio 2013 y, en todo caso, antes del 28 de febrero de 2014, las entidades debían presentar al Banco de España un informe con un detalle del importe constituido para la cobertura de los riesgos normales y

²⁵ Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2004», *Boletín Económico*, enero de 2005, Banco de España, pp. 109-114.

de los importes utilizados hasta el 31 de diciembre de 2013, así como un análisis por el que el remanente no utilizado responde a riesgos que a dicha fecha cumplen los requisitos para su calificación como riesgos normales. En la cuenta de resultados de 2013, el saldo remanente se abonará como recuperación de las coberturas realizadas y no utilizadas y, simultáneamente, se cargará por idéntico importe para la cobertura o el saneamiento de las dos categorías de activos antes señaladas.

La Circular entró en vigor el 6 de febrero.

Deuda del Estado: condiciones de emisión durante 2014 y enero de 2015

La Ley 22/2013, de 23 de diciembre²⁶, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2014, autorizó al ministro de Economía y Competitividad para que incrementase la deuda del Estado durante este año con la limitación de que su saldo vivo al final del ejercicio no superase el correspondiente saldo a 1 de enero de 2014 en más de 73 mm de euros.

Como viene siendo habitual en los meses de enero, se han publicado la *Orden ECC/1/2014, de 2 de enero* (BOE del 10), por la que se dispone la creación de Deuda del Estado durante el año 2014 y enero de 2015, y se recogen las Cláusulas de Acción Colectiva normalizadas y las *Resoluciones de 20 y de 23 de enero de 2014*, de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera —en adelante, el Tesoro— (BOE del 21 y del 24, respectivamente), por las que se disponen determinadas emisiones de letras del Tesoro, bonos y obligaciones del Estado y se publica el calendario de subastas para este ejercicio y para el mes de enero siguiente.

La Orden entró en vigor el 10 de enero y las resoluciones, el 21 y el 24 de enero, respectivamente.

Al igual que en la Orden ECC/1/2013, de 2 de enero²⁷, por la que se dispone la creación de deuda del Estado durante el año 2013 y enero de 2014, se recogen las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC)²⁸ que se aplican, desde el 1 de enero de 2013, a todas las emisiones de deuda pública con plazo de amortización superior a un año.

En general, se mantienen los instrumentos y las técnicas de emisión vigentes²⁹, introduciéndose como nuevo procedimiento de emisión, las operaciones de venta simple (que consisten en colocaciones directas de valores del Tesoro a una o varias contrapartidas). Asimismo, se podrán realizar operaciones de venta simple o con pacto de recompra de valores de nuevas emisiones o ampliaciones de emisiones existentes o de valores que el Tesoro Público tenga en su cuenta de valores.

26 Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2013», *Boletín Económico*, enero de 2014, Banco de España, pp. 196-198.

27 Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2013», *Boletín Económico*, abril de 2013, Banco de España, pp. 129-132.

28 Las CAC son reglas de agregación de mayorías representativas entre los tenedores de ciertos bonos. En los casos en los que se pueda plantear la modificación de las condiciones de un instrumento de deuda, evitan la necesidad de lograr la unanimidad entre todos los tenedores de los bonos y posibilitan que se puedan adoptar dichas modificaciones con carácter vinculante, obviando que una minoría pueda bloquear soluciones aprobadas por la mayoría. De este modo, por ejemplo, las condiciones de los bonos que regulen su emisión o administración podrán modificarse con el previo consentimiento del emisor y 1) del voto afirmativo de los tenedores de al menos el 75 % del principal total de los bonos en circulación representados en una junta de tenedores debidamente convocada; o 2) una resolución escrita firmada por los tenedores, o en nombre de los mismos, de, al menos, el 66 % del principal total de los bonos en circulación.

29 Es decir, mediante subasta o mediante cualquier otra técnica que se considere adecuada, en función del tipo de operación de que se trate. En particular, se podrá ceder parte o la totalidad de una emisión a un precio convenido a una o varias entidades financieras que aseguren su colocación.

En relación con las subastas, se continúan emitiendo mediante subastas ordinarias y especiales (ofertas competitivas y no competitivas), así como mediante otros procedimientos. En particular, se podrá ceder parte o la totalidad de una emisión a un precio convenido a una o varias entidades financieras que aseguren su colocación.

En las ofertas competitivas se indicarán el importe nominal y el tipo de interés que se solicitan. El importe nominal mínimo sigue siendo de 1.000 euros y se formulará, a partir de ese importe, en múltiplos enteros de esa cantidad. El precio de adjudicación será el equivalente al tipo de interés solicitado o al tipo de interés medio ponderado, según el resultado de la subasta³⁰.

En las ofertas no competitivas, el importe nominal mínimo se mantiene igualmente en 1.000 euros y las peticiones por importes superiores habrán de ser múltiplos enteros. Del mismo modo, el importe nominal máximo conjunto de las peticiones no competitivas presentadas por un mismo postor en cada subasta no podrá exceder de cinco millones de euros. Como excepción, se permite que ciertas entidades³¹ presenten peticiones no competitivas por un valor nominal máximo de 500 millones de euros. Las peticiones tendrán como precio de adjudicación, en todos los casos, el precio equivalente al tipo de interés medio ponderado.

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

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

LETRAS DEL TESORO

Como en años anteriores, en la Resolución se publica el calendario de subastas que se van a realizar durante 2014 y enero de 2015, en el que se señalan las fechas de las subastas ordinarias y el plazo de las letras, fijando las emisiones y la convocatoria de las subastas de forma simultánea con la publicación del calendario. No obstante, por razones de demanda o de política de emisiones, el Tesoro podría efectuar subastas adicionales.

Con la finalidad de que las CAC no afecten a las letras del Tesoro, al igual que en el año anterior, no se emiten letras a dieciocho meses, de forma que en 2014 se emitirán a tres, seis, nueve y doce meses.

Las subastas tendrán lugar el tercer martes de cada mes para las letras a seis y doce meses, y el martes siguiente para las de tres y nueve meses. Los plazos de emisión pueden diferir de los señalados en el número de días necesario para agrupar las emisiones en

³⁰ A partir de las peticiones competitivas aceptadas, se calcula el precio medio ponderado de la subasta, expresado en porcentaje del valor nominal y redondeado por exceso a tres decimales. El precio de adjudicación se determina de la siguiente forma: las peticiones realizadas al precio mínimo se adjudican a este precio; las peticiones entre el precio mínimo y el precio medio ponderado se adjudican al precio pujado; y las peticiones por encima del precio medio ponderado, junto con las no competitivas, pagarán el precio medio ponderado.

³¹ El Fondo de Garantía Salarial, el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito, el Fondo de Reserva de la Seguridad Social, el Fondo de Garantía de Inversiones, la Sociedad Estatal de Correos y Telégrafos S. A., la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI), la Agencia Española de Protección de Datos, el Fondo de Prevención y Rehabilitación de la Seguridad Social, el FROB (que ahora se incorpora explícitamente en la norma), o cualquier otra entidad pública o sociedad de titularidad pública que determine el Tesoro.

un único vencimiento mensual que, para facilitar la reinversión, se hace coincidir, salvo excepciones, con la fecha de emisión de las letras a seis y doce meses.

En cuanto al resto de características, las subastas mantienen en su desarrollo y resolución la misma configuración que en 2013, incluida la presentación de las peticiones en términos de tipo de interés, tal como cotizan en los mercados secundarios, para facilitar a los suscriptores la formulación de peticiones. Así, en las ofertas competitivas se indicará el tipo de interés que se solicita y las peticiones que resulten aceptadas se adjudicarán, en cada caso, al precio equivalente al tipo de interés solicitado o al medio ponderado, según corresponda en función del resultado de la subasta.

BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO

En esta Resolución se publica el calendario de subastas que se van a realizar durante 2014 y enero de 2015, en el que se señalan las fechas de las subastas ordinarias y el plazo, y se fijan las emisiones y la convocatoria de las subastas de forma simultánea con la publicación del calendario.

El anuncio de los valores que se ponen en oferta se efectuará, al igual que en 2013, el viernes anterior a cada subasta, tras consulta con los creadores de mercado para poder adaptar la emisión a las preferencias del mercado. No obstante, si las condiciones del mercado o las necesidades de financiación lo aconsejaran, el Tesoro podrá añadir, en la resolución en la que se dispongan las emisiones de bonos y obligaciones que se ponen en oferta, nuevas referencias a las subastas o no emitir en alguno de los plazos que, a título indicativo, se hubieran anunciado en la comunicación antes citada. Asimismo, se podrán convocar subastas adicionales a las subastas ordinarias programadas, para dotar de liquidez a determinadas referencias y mejorar el funcionamiento del mercado secundario.

Las subastas continúan efectuándose, salvo excepciones, el primer y tercer jueves de cada mes, y se pondrán en oferta indistintamente bonos y obligaciones del Estado. En su desarrollo y resolución se mantiene la misma configuración, incluida la posibilidad de excluir, solo a efectos del cálculo del precio y del tipo de interés medios ponderados, aquellas peticiones competitivas que se consideren manifiestamente no representativas de la situación del mercado, de forma que no distorsionen el resultado de las subastas.

En las subastas se seguirán poniendo en oferta bonos del Estado a tres y cinco años, y obligaciones del Estado a diez, quince y treinta años, con la emisión de nuevos tramos, o la reapertura de referencias emitidas con anterioridad, a fin de garantizar su liquidez y atender la demanda de los inversores en los distintos segmentos en que esta se produzca, incrementando con ello el volumen medio de las referencias en circulación. Las nuevas referencias devengarán el tipo de interés nominal que se determine en la norma por la que se disponga su emisión.

Finalmente, se mantiene la posibilidad de emitir bonos y obligaciones referenciados a algún índice, en cuyo caso, se indicarán el índice y el método de actualización aplicables. Si la emisión está referenciada a algún índice de precios³², se publicará el tipo de interés real anual en sustitución del tipo de interés nominal. También se hará público el valor aplicable

³² Los bonos indexados a la inflación son valores en los que tanto el cupón fijo que devengan como el principal de la inversión, se actualizan de acuerdo con la evolución de un índice de precios, permitiendo a los inversores protección frente a la inflación. Su funcionamiento contemplará que el cupón devengado nunca podrá ser negativo y que el principal de la inversión a su amortización nunca será inferior a su valor nominal, aunque se produzca una inflación negativa. Estos bonos serán debidamente dispuestos a través de la correspondiente orden de emisión que contendrá todas las características para su contratación y funcionamiento en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.

del índice multiplicador o del coeficiente de indexación en la fecha de emisión, a efectos de valorar los cupones, el cupón corrido, en su caso, y el principal en términos nominales.

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

Se ha publicado la *Resolución de 14 de enero de 2014 del Tesoro* (BOE del 18), que modifica la de 20 de julio 2012³³, por la que se establecen las condiciones de actuación de los creadores de mercado de Deuda Pública del Reino de España. Su finalidad es permitir a los creadores de mercado realizar operaciones de venta simple con la deuda del Estado, introducidas como nuevo procedimiento de emisión por la Orden ECC/1/2014, de 2 de enero, comentada en el epígrafe anterior.

La Resolución entró en vigor el 18 de enero.

SAREB: atribución de entidad colaboradora de los planes estatales de vivienda

Se ha publicado la *Ley 1/2014, de 28 de febrero* (BOE del 1 de marzo), para la protección de los trabajadores a tiempo parcial y otras medidas urgentes en el orden económico y social, que entró en vigor el 2 de marzo.

Desde el punto de vista financiero, cabe reseñar la disposición adicional primera que atribuye a la SAREB la condición de entidad colaboradora del Ministerio de Fomento para la financiación de actuaciones protegidas en el marco de los planes estatales de vivienda. De este modo, los préstamos transferidos a la SAREB que eran beneficiarios de estas ayudas no perderán esta condición como consecuencia de la operación de segregación y traspaso de activos, y la mantendrán aun en el caso de que la SAREB los ceda o transmita a cualquier entidad financiera colaboradora, independientemente del Plan Estatal de Vivienda que les sea de aplicación.

Esta disposición se aplicará, con carácter retroactivo, a todos los préstamos vinculados a los Planes Estatales de Vivienda transmitidos a la SAREB, desde el momento de su transmisión.

Normas contables y modelos financieros de las empresas de servicios de inversión y de las sociedades rectoras de las infraestructuras de mercados

Se ha publicado la *Orden ECC/2515/2013, de 26 de diciembre* (BOE del 10 de enero), por la que se desarrolla el artículo 86.2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio³⁴, del Mercado de Valores. En concreto, el citado artículo faculta al ministro de Economía y Competitividad y, con su habilitación expresa, a la CNMV, para establecer y modificar las normas contables y los modelos a los que se deben ajustar los estados financieros de las sociedades rectoras de las infraestructuras de mercado y de las empresas de servicios de inversión (ESI). También le faculta para regular los registros, bases de datos internos o estadísticos y documentos que deben llevar las mencionadas entidades y, en relación con sus operaciones de mercado de valores, las entidades de crédito.

De acuerdo con la habilitación citada, se autoriza a la CNMV para que regule y desarrolle los estados contables y la información a que se alude en el párrafo anterior, que podrá tener: carácter público, como información a terceros de la situación patrimonial, económica y financiera de las respectivas entidades, o carácter reservado, cuya finalidad será la información en exclusiva a la CNMV con objeto de que esta pueda cumplir sus funciones de supervisión e inspección de los mercados y de las personas físicas o jurídicas que se relacionan con el tráfico de los mismos.

Además, la CNMV queda facultada para establecer: 1) la forma, detalle, frecuencia y plazo de presentación de los estados financieros tanto de carácter público como reservado, sin per-

33 Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2012», *Boletín Económico*, octubre de 2012, Banco de España, p. 188.

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

juicio de que pueda requerir individualmente a las entidades cuanta información adicional precise en el cumplimiento de sus funciones; 2) las correlaciones entre los estados financieros públicos y los reservados, y 3) las normas sobre los plazos de remisión y de difusión y publicidad de las auditorías de cuentas anuales y del informe de gestión correspondiente.

Por otro lado, la CNMV podrá determinar la forma y contenido mínimo a que deberán adaptarse los registros, bases de datos internos o estadísticos y documentos que, como mínimo, deberán llevar las citadas entidades, precisando las características, formatos, frecuencias, plazos y sistemas de transmisión o de remisión de datos a este organismo.

Por otra parte, se aprovecha la publicación de la norma para modificar dos órdenes ministeriales. En relación con la primera, se modifica la Orden EHA/3537/2005, de 10 de noviembre³⁵, por la que se desarrolla el artículo 27.4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, para realizar ciertos ajustes técnicos tras las modificaciones realizadas en el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos³⁶. Entre otras novedades, se recoge la definición de los contratos financieros que están incluidos en el ámbito de aplicación del Real Decreto 1310/2005³⁷ y se sustituye el modelo de folleto nacional establecido para contratos atípicos en la Circular 3/2000, de 30 de mayo, de la CNMV, por la que se modifica por primera vez la Circular 2/1999, de 22 de abril, de la CNMV, por el modelo previsto para valores de deuda o derivados en el Reglamento de la Comisión Europea.

Respecto a la segunda, se modifica la Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo³⁸, por la que se determinan el contenido y la estructura del informe anual de gobierno corporativo, del informe anual sobre remuneraciones y de otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores. Su objetivo es realizar algunas precisiones en relación con el período de mandato de los consejeros independientes³⁹ que ostentaban el cargo a 30 de junio de 2013. Así, se establece que continuarán desempeñando sus funciones como consejeros independientes hasta la finalización del mandato en curso. Los que a la finalización del mandato hayan excedido del plazo de 12 años no podrán volver a ser designados como consejeros independientes.

En los informes anuales de gobierno corporativo relativos a los años 2013 y posteriores, se podrán seguir calificando como independientes a los consejeros que durante esos ejercicios lleven desempeñando su cargo durante un período superior a 12 años, siempre que no incurran en alguna de las otras causas previstas en la norma que les impida mantener dicha calificación.

35 Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2005», *Boletín Económico*, enero de 2006, Banco de España, pp. 132 y 133.

36 Tales modificaciones se produjeron con motivo de la transposición de la Directiva 2010/73/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por la que se modifican la Directiva 2003/71/CE sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y la Directiva 2004/109/CE sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado.

37 A tales efectos, se consideran contratos financieros los contratos no negociados en mercados secundarios oficiales por los que una entidad de crédito recibe dinero o valores, o ambas cosas, de su clientela y asume una obligación de reembolso consistente bien en la entrega de determinados valores cotizados, bien en el pago de una suma de dinero, o ambas cosas, en función de la evolución de la cotización de uno o varios valores, o de la evolución de un índice bursátil, sin compromiso de reembolso íntegro del principal recibido.

38 Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2013», *Boletín Económico*, abril de 2013, Banco de España, pp. 133-135.

39 El período de mandato de los consejeros independientes no puede ser superior a 12 años.

Unión Europea: normas técnicas aplicables a los fondos propios de las entidades financieras

Se han publicado varios reglamentos de la Unión Europea que desarrollan el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012.

Se comentan a continuación las novedades más relevantes de estas normas:

El *Reglamento Delegado (UE) n.º 241/2014 de la Comisión*, de 7 de enero de 2014 (DOUE del 14 de marzo), por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 575/2013, en lo relativo a las normas técnicas de regulación aplicables a los requisitos de fondos propios de las entidades, que entró en vigor el 3 de abril.

El Reglamento desarrolla determinados apartados del Reglamento (UE) n.º 575/2013 en relación con:

- 1) El significado del término «previsible» a efectos de determinar si los gastos o dividendos previsibles han sido deducidos de los fondos propios, de conformidad con el artículo 26, apartado 4, del Reglamento (UE) n.º 575/2013, para lo cual se clasifica por orden de prioridad los métodos empleados para evaluar la deducción: en primer lugar, una decisión de distribución del organismo pertinente; en segundo lugar, la política de dividendos, y, en tercer lugar, la ratio histórica de distribución.
- 2) Las condiciones con arreglo a las cuales las autoridades competentes podrán determinar que un tipo de empresa reconocida en la legislación nacional aplicable es asimilable a una sociedad mutua, a una sociedad cooperativa, a una entidad de ahorro o a una entidad similar, de conformidad con el artículo 27, apartado 2, del Reglamento (UE) n.º 575/2013.
- 3) Las modalidades y la naturaleza de la financiación indirecta de instrumentos de capital, de conformidad con el artículo 28, apartado 5, del Reglamento (UE) n.º 575/2013.
- 4) La naturaleza de las necesarias limitaciones al reembolso cuando el derecho nacional aplicable prohíba que la entidad rehúse reembolsar instrumentos de fondos propios, de conformidad con el artículo 29, apartado 6, del Reglamento (UE) n.º 575/2013.
- 5) La clarificación del concepto de plusvalía, de conformidad con el artículo 32, apartado 2, del Reglamento (UE) n.º 575/2013.
- 6) La aplicación de las deducciones realizadas en los elementos de capital de nivel 1 ordinario y otras deducciones realizadas en elementos de capital de nivel 1 adicional y de capital de nivel 2, de conformidad con el artículo 36, apartado 2, del Reglamento (UE) n.º 575/2013.
- 7) Los criterios con arreglo a los cuales las autoridades competentes autorizarán a las entidades a reducir el importe de los activos de fondos de pensiones de prestaciones definidas, de conformidad con el artículo 41, apartado 2, del Reglamento (UE) n.º 575/2013.

- 8) La forma y la naturaleza de los incentivos que se van a reembolsar, la naturaleza de una revalorización de un instrumento de capital de nivel 1 adicional tras una amortización del principal con carácter temporal, los procedimientos y el momento oportuno en relación con las circunstancias desencadenantes, las características de un instrumento que podrían impedir la recapitalización y la utilización de entidades de cometido especial, de conformidad con el artículo 52, apartado 2, del Reglamento (UE) n.º 575/2013.
- 9) El grado de prudencia necesario en las estimaciones utilizadas como alternativa al cálculo de las exposiciones subyacentes por las tenencias indirectas derivadas de participaciones en índices, de conformidad con el artículo 76, apartado 4, del Reglamento (UE) n.º 575/2013.
- 10) El detalle de determinadas condiciones que deben cumplirse antes de poder obtener la autorización supervisora para reducir los fondos propios, así como el procedimiento pertinente, de conformidad con el artículo 78, apartado 5, del Reglamento (UE) n.º 575/2013.
- 11) Las condiciones para obtener una dispensa temporal de realizar deducciones en los fondos propios, de conformidad con el artículo 79, apartado 2, del Reglamento (UE) n.º 575/2013.
- 12) Los tipos de activos que pueden relacionarse con el funcionamiento de una entidad de cometido especial y el significado de «mínimo» y «poco significativo» a efectos de la determinación de capital de nivel 1 adicional y de capital de nivel 2 admisibles, emitidos por una entidad de cometido especial, de conformidad con el artículo 83, apartado 2, del Reglamento (UE) n.º 575/2013.
- 13) Las condiciones detalladas para el ajuste de los fondos propios en el marco de las disposiciones transitorias, de conformidad con el artículo 481, apartado 6, del Reglamento (UE) n.º 575/2013.
- 14) Las condiciones aplicables a otros elementos de los fondos propios excluidos de las disposiciones de anterioridad aplicables a los elementos de capital de nivel 1 ordinario o de capital de nivel 1 adicional, de conformidad con el artículo 487, apartado 3, del Reglamento (UE) n.º 575/2013.

El *Reglamento de Ejecución (UE) n.º 1423/2013 de la Comisión*, de 20 de diciembre de 2013 (DOUE del 31), por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que se refiere a la publicación de los requisitos de fondos propios de las entidades financieras, de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 575/2013, que entró en vigor el 20 de enero.

Su objetivo es garantizar una aplicación uniforme del Reglamento (UE) n.º 575/2013 en la comunicación de determinada información, para lo cual se publican en los anejos del Reglamento de Ejecución una serie de plantillas que las entidades financieras cumplimentarán y publicarán con la siguiente información: 1) descripción de las características principales de los instrumentos de capital de nivel 1 ordinario, de capital de nivel 1 adicional y de capital de nivel 2, emitidos por las entidades financieras, conforme a la plantilla que figura en el anejo II; 2) divulgación de la naturaleza y los importes de elementos específicos aplicados a los fondos propios, conforme a la plantilla que figura en el anejo II, y 3) publicación de la naturaleza y los importes de los elementos específicos aplicados a los

fondos propios durante el período transitorio (2014-2017), conforme a la plantilla que figura en el anejo VI.

Asimismo, las entidades aplicarán la metodología establecida en el anejo I a fin de cumplir los requisitos de publicación de una conciliación completa de los elementos de los fondos propios con los estados financieros auditados, tal como se indica en el artículo 437 del Reglamento (UE) n.º 575/2013.

Por último, el *Reglamento Delegado (UE) n.º 183/2014 de la Comisión*, de 20 de diciembre de 2013 (DOUE del 27 de febrero), por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 575/2013, en lo que respecta a las normas técnicas de regulación para especificar el cálculo de los ajustes por riesgo de crédito específico y por riesgo de crédito general, que entró en vigor el 19 de marzo.

El Reglamento establece los criterios para la identificación de los ajustes por riesgo de crédito general y por riesgo de crédito específico, conforme establece el Reglamento (UE) n.º 575/2013. Los importes que la entidad financiera deberá incluir en dichos ajustes serán todos los que se hayan deducido de capital de nivel 1 ordinario de la entidad para reflejar pérdidas exclusivamente relacionadas con el riesgo de crédito, de conformidad con el marco contable aplicable y reconocidas como tales en la cuenta de pérdidas y ganancias, independientemente de si están originadas por deterioro de valor, correcciones de valor o provisiones para partidas fuera de balance.

Las entidades documentarán la identificación y el cálculo de los ajustes tanto por riesgo de crédito general como por riesgo de crédito específico.

Unión Europea: contratos de crédito celebrados con los consumidores para bienes inmuebles de uso residencial

Se ha publicado la *Directiva 2014/17/UE del Parlamento Europeo y del Consejo*, de 4 de febrero de 2014 (DOUE del 28), sobre los contratos de crédito celebrados con los consumidores para bienes inmuebles de uso residencial, y por la que se modifican las Directivas 2008/48/CE⁴⁰ y 2013/36/UE⁴¹, y el Reglamento (UE) n.º 1093/2010⁴².

La Directiva, que entró en vigor el 20 de marzo, establece un marco común aplicable a aquellos contratos relativos a créditos que estén garantizados mediante hipoteca u otro tipo de garantía, en relación con bienes inmuebles de uso residencial⁴³. Con el objetivo de crear un mercado interior con un grado elevado y equivalente de protección de los consumidores, la Directiva establece ciertas disposiciones objeto de la máxima armonización en los Estados miembros, de forma que estos no podrán mantener ni introducir en su derecho nacional disposiciones legales que diverjan de las establecidas en aquella. Esto sucede, en concreto, en lo referente al suministro de información precontractual de los contratos de crédito mediante la «ficha europea de información normalizada» (FEIN), así como

40 Directiva 2008/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de abril de 2008, relativa a los contratos de crédito al consumo y por la que se deroga la Directiva 87/102/CEE del Consejo.

41 Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE.

42 Reglamento (UE) n.º 1093/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea), se modifica la Decisión n.º 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/78/CE de la Comisión.

43 Si bien la Directiva regula los contratos de crédito que están relacionados, de manera exclusiva o predominantemente, con bienes inmuebles de uso residencial, ello no impide que los Estados miembros hagan extensivas a otros bienes inmuebles las medidas adoptadas de conformidad con la Directiva para proteger a los consumidores en relación con los contratos de crédito, ni que regulen de otro modo dichos contratos.

respecto de la base común que se ha establecido para calcular la tasa anual equivalente (TAE). No obstante, fuera de estos ámbitos de máxima armonización, los Estados miembros pueden mantener o adoptar disposiciones más estrictas en materia de protección del consumidor, siempre y cuando tales disposiciones sean compatibles con las obligaciones que el derecho de la Unión Europea impone a los Estados miembros⁴⁴.

Otras de las cuestiones relevantes que aborda la Directiva son las siguientes: 1) el régimen de reconocimiento que se exige a los prestamistas, a los intermediarios de crédito y sus representantes, distintos de las entidades de crédito o de otras entidades financieras asimiladas, para desempeñar este tipo de actividades, incluyendo la actividad transfronteriza⁴⁵; 2) el establecimiento de normas de calidad en relación con determinados servicios, concretamente la distribución y concesión de crédito; 3) la información precontractual personalizada que se debe proporcionar al consumidor, incluyendo las oportunas advertencias específicas de riesgo, por ejemplo sobre las posibles repercusiones de las fluctuaciones del tipo de cambio en el importe que tiene que reembolsar; 4) la evaluación de la solvencia del consumidor, y 5) la promoción de medidas destinadas a apoyar la educación de los consumidores en estos ámbitos en relación con la contratación de préstamos y la gestión responsable de la deuda.

A continuación se comentan detalladamente las novedades más relevantes.

ÁMBITO DE APLICACIÓN

La Directiva se aplicará a los contratos de crédito garantizados por una hipoteca o por otra garantía comparable comúnmente utilizada en un Estado miembro sobre bienes inmuebles de uso residencial, o garantizados por un derecho relativo a un bien inmueble de uso residencial, y a los contratos de crédito cuya finalidad sea adquirir o conservar derechos de propiedad sobre fincas o edificios construidos o por construir.

Quedan fuera de su ámbito de aplicación determinados contratos de crédito, como son, principalmente, los siguientes: 1) los de pensión hipotecaria en que el prestamista desembolsa un importe a tanto alzado o hace pagos periódicos u otras formas de desembolso crediticio a cambio de un importe derivado de la venta futura de un bien inmueble de uso residencial o de un derecho relativo a un bien inmueble de uso residencial, y no persigue el reembolso del crédito hasta que no se produzcan uno o varios acontecimientos determinados en la vida del consumidor; 2) los concedidos por un empleador a sus empleados, a título accesorio y sin intereses o cuyas TAE sean inferiores a las del mercado, y que no se ofrezcan al público en general, y 3) los concedidos libres de intereses y sin ningún otro tipo de gastos, excepto los destinados a cubrir los costes directamente relacionados con la garantía del crédito.

Asimismo, los Estados miembros podrán decidir no aplicar la Directiva en determinados supuestos, como: 1) los contratos de crédito para la adquisición de un bien inmueble que va a ser destinado al alquiler; 2) los contratos relativos a créditos concedidos a un público restringido, en virtud de una disposición legal con un objetivo de interés general, libres de intereses o a un tipo de interés inferior al habitualmente propuesto en el mercado o en

44 Cabe reseñar que una parte importante del contenido de la Directiva ya está actualmente incorporado al ordenamiento jurídico español, en virtud de lo que dispuso la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, en lo relativo a la protección del cliente bancario, desarrollada por la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios.

45 Quedan exentas del cumplimiento de este régimen de reconocimiento las entidades de crédito autorizadas en la Unión Europea de conformidad con la Directiva 2013/36/UE, así como otras entidades financieras que estén sujetas, con arreglo al derecho nacional, a un régimen equivalente de autorización y supervisión.

condiciones que sean más favorables para el consumidor que las habituales en el mercado, y 3) los préstamos puente⁴⁶.

CONDICIONES APLICABLES
A LOS PRESTAMISTAS, A LOS
INTERMEDIARIOS DE CRÉDITO
Y A LOS REPRESENTANTES
DESIGNADOS

La Directiva establece tres categorías de agentes intervinientes en las operaciones de crédito: los prestamistas⁴⁷, los intermediarios de crédito⁴⁸ y los representantes designados⁴⁹ por estos últimos, a los que les exige ciertas obligaciones comunes, junto con algunas adicionales solo aplicables a los intermediarios de crédito y, en su caso, a sus representantes.

Obligaciones comunes
de los prestamistas,
intermediarios de crédito
y representantes designados

Los Estados miembros exigirán a los prestamistas, intermediarios de crédito o representantes designados que actúen de manera honesta, imparcial, transparente y profesional, teniendo en cuenta los derechos y los intereses de los consumidores a la hora de conceder créditos, prestar servicios de intermediación o de asesoramiento y, en su caso, servicios accesorios a los consumidores. Para ello, se basarán en la información sobre las circunstancias del consumidor y en cualquier requisito específico que haya dado a conocer este, así como en hipótesis razonables sobre sus riesgos durante la vigencia del contrato de crédito. La información que se facilite será gratuita, sin que suponga coste alguno para el consumidor.

También les exigirán ciertos requisitos de conocimientos y competencia del personal a su servicio en relación con la elaboración, la oferta o la concesión de contratos de crédito, el desarrollo de la actividad de intermediación de crédito o de servicios de asesoramiento. Dicha exigencia de conocimientos y de competencia se hace extensible a los servicios accesorios a los que esté vinculado el contrato de crédito.

Condiciones específicas
exigibles a los intermediarios
de crédito y representantes
designados, y actividad
transfronteriza

Los intermediarios de crédito serán debidamente reconocidos para desarrollar total o parcialmente las actividades de intermediación crediticia, o para prestar servicios de asesoramiento, por una autoridad competente de su Estado miembro de origen.

El reconocimiento de intermediarios de crédito deberá estar supeditado al cumplimiento, como mínimo, de los siguientes requisitos, además de los comunes antes especificados:

- 1) Disponer de un seguro de responsabilidad civil profesional, o de cualquier otra garantía comparable, que cubra los territorios en los que ofrezcan servicios frente a las responsabilidades que pudieran surgir por negligencia profesional. No obstante, en el caso de los intermediarios de crédito vinculados a un prestamista, el Estado miembro de origen podrá disponer que ese seguro o garantía comparable pueda ser aportado por el prestamista en cuyo nombre el intermediario de crédito esté facultado para actuar.

46 El préstamo puente se define como un contrato de crédito sin duración fija o reembolsable en un plazo de 12 meses, utilizado por el consumidor como solución de financiación temporal durante el período de transición a otra modalidad de financiación para el bien inmueble.

47 El prestamista se define como la persona física o jurídica que concede o se compromete a conceder un crédito incluido en el ámbito de aplicación de la Directiva en el ejercicio de su actividad comercial o profesional.

48 El intermediario de crédito se define como la persona física o jurídica que no actúa como prestamista ni notario, ni tampoco se limita a poner en contacto, directa o indirectamente, a un consumidor con un prestamista o intermediario de crédito, y que, en el transcurso del ejercicio de su actividad comercial o profesional, y a cambio de una remuneración, que puede ser de índole pecuniaria o revestir cualquier otra forma de beneficio económico acordado: 1) presenta u ofrece contratos de crédito a los consumidores; 2) asiste a los consumidores realizando los trámites previos u otra gestión precontractual respecto de contratos de crédito, o 3) celebra contratos de crédito con consumidores en nombre del prestamista.

49 El representante designado se define como la persona física o jurídica que realiza las actividades de intermediación por cuenta de un solo intermediario de crédito y bajo la responsabilidad plena e incondicional de este.

- 2) Las personas físicas establecidas como intermediarios de crédito o los miembros del consejo de administración de un intermediario de crédito establecido como persona jurídica deberán ser personas de reconocido prestigio y poseer un nivel de conocimientos y competencia adecuados en materia de contratos de crédito.

En relación con los intermediarios de crédito vinculados a un prestamista, los Estados miembros exigirán que el prestamista garantice que cumplen, como mínimo, los requisitos antes enunciados. Además, el prestamista será responsable de supervisar el cumplimiento de los requisitos de conocimientos y competencia del intermediario de crédito vinculado y de su personal.

El reconocimiento de un intermediario de crédito por la autoridad competente de su Estado miembro de origen será válido en todo el territorio de la Unión Europea (pasaporte comunitario), sin necesidad de ulterior reconocimiento por las autoridades competentes del Estado o Estados miembros de acogida, siempre y cuando las actividades que el intermediario de crédito se proponga realizar en el Estado miembro de acogida estén amparadas por dicho reconocimiento.

Todo intermediario de crédito reconocido que se proponga ejercer su actividad por vez primera en uno o más Estados miembros, en régimen de libre prestación de servicios, o cuando se proponga establecer una sucursal deberá informar de ello previamente a las autoridades competentes del Estado miembro de origen, quienes posteriormente lo notificarán a las autoridades competentes del Estado o Estados miembros de acogida.

A su vez, la autoridad competente del Estado miembro de origen podrá revocar el reconocimiento concedido a un intermediario de crédito si, entre otras cosas, este: 1) renuncia expresamente al reconocimiento o no ha realizado actividades o prestado servicios de intermediación durante los seis meses anteriores a la revocación; 2) ha obtenido el reconocimiento por medio de declaraciones falsas o engañosas o por cualquier otro medio irregular, y 3) deja de cumplir los requisitos a los que estaba supeditada la concesión del reconocimiento.

Por otro lado, los Estados miembros velarán para que las actividades en curso de los intermediarios de crédito estén sujetas a supervisión por parte de las autoridades competentes del Estado miembro de origen. En el caso de que sean intermediarios de crédito vinculados a un prestamista, estarán sujetos a supervisión, bien directamente, bien en el marco de la supervisión del prestamista por cuya cuenta actúan si el prestamista fuera una entidad de crédito u otra entidad financiera que esté sujeta a un régimen equivalente de autorización y supervisión.

En relación con las sucursales de los intermediarios de crédito, si las autoridades competentes de un Estado miembro de acogida comprueban que una sucursal en su territorio no cumple las medidas adoptadas por dicho Estado miembro con arreglo a lo establecido en la Directiva, exigirán al intermediario de crédito que ponga fin a su situación irregular, pudiendo adoptar, en su caso, todas las medidas necesarias al efecto. Las autoridades competentes del Estado miembro de origen deberán ser informadas de la naturaleza de las medidas adoptadas. Asimismo, la autoridad competente del Estado miembro de origen podrá, en el ejercicio de sus responsabilidades, y tras haber informado a las autoridades competentes del Estado miembro de acogida, realizar inspecciones *in situ* de esa sucursal.

En lo que se refiere a los representantes, los Estados miembros podrán decidir permitir que un intermediario de crédito designe representantes. Si el intermediario de crédito estuviera vinculado a un prestamista, este mantendrá la responsabilidad total e incondicional de toda acción u omisión del representante designado, cuando este actúe en nombre del intermediario de crédito vinculado en los ámbitos regulados por la Directiva. En los demás casos, el intermediario de crédito será el responsable de toda acción u omisión del representante designado. Cuando un Estado miembro permita la designación de representantes no será preciso que el representante designado sea reconocido como intermediario de crédito.

Los intermediarios de crédito garantizarán que los representantes designados cumplan como mínimo los requisitos, antes reseñados, que se exigen a los propios intermediarios de crédito; esto es: disponer de un seguro de responsabilidad civil o garantía comparable, y de un nivel adecuado de conocimientos y competencia en materia de contratos de crédito. No obstante, el Estado miembro de origen podrá disponer que el seguro de responsabilidad civil profesional o garantía comparable pueda ser facilitado por un intermediario de crédito en cuyo nombre el representante designado esté facultado para actuar.

Los Estados miembros exigirán que las comunicaciones publicitarias y comerciales sobre los contratos de crédito sean leales y claras y no resulten engañosas. En particular, se prohibirá toda redacción que pueda generar en el consumidor falsas expectativas sobre la disponibilidad o el coste de un crédito. Si en la publicidad se indica un tipo de interés o cualesquiera cifras relacionadas con el coste del crédito, se deberá incluir cierta información básica que se detalla en la Directiva y entre la que se puede destacar: 1) el tipo deudor, indicando si es fijo, variable o una combinación de ambos, junto con información sobre los gastos incluidos, en su caso, en el coste total del crédito para el consumidor; 2) la TAE, que se incluirá en la publicidad de forma destacada; 3) el coste de cualquier servicio accesorio, en particular el de un seguro, si dicho servicio fuera obligatorio para obtener el crédito o para obtenerlo en las condiciones ofrecidas (no obstante, si el coste de ese servicio no pudiera determinarse de antemano, la obligación de contratarlo deberá mencionarse también de forma clara, concisa y destacada, junto con la TAE), y 4) el importe total del crédito y, cuando proceda, la duración del contrato y el importe de los pagos a plazos.

Los Estados miembros podrán permitir a los prestamistas que exijan al consumidor suscribir una póliza de seguros pertinente en relación con el contrato de crédito. En ese caso, sin embargo, el prestamista deberá aceptar del consumidor la póliza de seguros de un proveedor distinto de su proveedor favorito, cuando dicha póliza posea un nivel de garantía equivalente al nivel que haya propuesto el prestamista.

Por otro lado, como norma general, los Estados miembros autorizarán las prácticas de ventas combinadas, pero prohibirán las prácticas de ventas vinculadas⁵⁰, salvo ciertas excepciones. Así, por ejemplo, los Estados miembros podrán permitir prácticas de ventas vinculadas cuando el prestamista pueda demostrar a su autoridad competente que los productos vinculados o las categorías de productos ofrecidos suponen un claro beneficio a los consumidores, en vez de ofrecerlos por separado.

50 Las prácticas de ventas combinadas se definen como ofertas o ventas de un paquete constituido por un contrato de crédito y otros productos o servicios financieros diferenciados, cuando el contrato de crédito se ofrezca también al consumidor por separado, aunque no necesariamente en los mismos términos y condiciones que combinado con otros servicios auxiliares; mientras que en las prácticas de ventas vinculadas, el crédito no se ofrece al consumidor por separado.

INFORMACIÓN
PRECONTRACTUAL

Los Estados miembros velarán para que los prestamistas, intermediarios de crédito y sus representantes designados ofrezcan al consumidor la información personalizada que este necesita para comparar los créditos disponibles en el mercado, para evaluar sus implicaciones y para tomar una decisión fundada sobre la conveniencia de celebrar o no un contrato de crédito. Dicha información se facilitará en papel o en cualquier otro soporte duradero mediante la FEIN que figura en el anejo II de la Directiva.

Cuando se realice una oferta vinculante para el prestamista, esta también deberá ser facilitada en papel o en cualquier otro soporte duradero, acompañada de una FEIN si el consumidor no la hubiera recibido anteriormente o si las características de la oferta difirieran de la información indicada en la FEIN facilitada inicialmente.

Los Estados miembros establecerán un período de siete días como mínimo, sin que exceda de diez, durante el cual el consumidor dispondrá de tiempo suficiente para comparar las ofertas, evaluar sus implicaciones y tomar una decisión con conocimiento de causa.

EVALUACIÓN DE LA SOLVENCIA
DEL CONSUMIDOR

Los Estados miembros velarán para que, antes de celebrar un contrato de crédito, el prestamista evalúe en profundidad la solvencia del consumidor. Dicha evaluación tendrá en cuenta los factores pertinentes para verificar las perspectivas de cumplimiento de las obligaciones del consumidor en virtud del contrato de crédito.

La evaluación de la solvencia se llevará a cabo basándose en la necesaria información, que deberá ser suficiente y proporcionada, relativa a los ingresos y gastos y a otras circunstancias financieras y económicas del consumidor. El prestamista obtendrá esta información a partir de las fuentes internas o externas pertinentes, incluida la facilitada por el consumidor al intermediario de crédito o al representante designado durante el proceso de solicitud del crédito.

Los prestamistas especificarán, de manera clara y directa, en la fase precontractual la información necesaria que el consumidor debe facilitar, así como el marco temporal. Los Estados miembros no permitirán a los prestamistas rescindir el contrato de crédito debido a que la información facilitada por el consumidor, antes de celebrarse dicho contrato, fuera incompleta. Sin embargo, ello no impedirá a los Estados miembros permitir que el prestamista rescinda el contrato de crédito cuando se demuestre que el consumidor ha ocultado o falsificado conscientemente la información pertinente.

TASA ANUAL EQUIVALENTE (TAE)

La TAE se calculará de acuerdo con la fórmula matemática que figura en el anejo I de la Directiva, partiendo del supuesto de que el contrato de crédito estará vigente durante el período de tiempo acordado y que el prestamista y el consumidor cumplirán sus obligaciones en las condiciones y en los plazos que se hayan acordado en el contrato de crédito.

Cuando la obtención del crédito, o su obtención en las condiciones ofrecidas, esté sujeta a la apertura o al mantenimiento de una cuenta, los costes derivados de su apertura y mantenimiento, así como los de la utilización de un medio de pago para transacciones y operaciones de disposición de crédito y los demás costes relativos a las operaciones de pago, se incluirán en el coste total del crédito para el consumidor.

En los contratos de crédito que contengan cláusulas que permitan modificaciones del tipo de interés y, en su caso, de los gastos incluidos en la TAE que no sean cuantificables en un momento determinado, la TAE se calculará partiendo del supuesto de que el tipo de

interés y los demás gastos se mantendrán sin cambios con respecto al nivel fijado en el momento de la celebración del contrato.

Cuando el contrato de crédito tenga en cuenta variaciones en el tipo interés, los Estados miembros velarán para que el consumidor esté informado, al menos mediante la FEIN, de las posibles repercusiones de las variaciones en los importes adeudados y en la TAE. Ello se realizará facilitando al consumidor una TAE adicional que ilustre los posibles riesgos vinculados a un aumento significativo del tipo de interés. Cuando este no esté limitado, dicha información irá acompañada de una advertencia en la que se ponga de relieve que el coste total del crédito para el consumidor, mostrado en la TAE, puede variar.

PRÉSTAMOS EN MONEDA EXTRANJERA Y TIPOS DE INTERÉS VARIABLES

En relación con los préstamos en moneda extranjera, los Estados miembros se asegurarán de que exista, en el momento de la celebración del contrato de crédito, un marco reglamentario que garantice, como mínimo, que el consumidor tenga derecho a convertir el préstamo a una moneda alternativa en las condiciones especificadas, o que se hayan implantado otras disposiciones que limiten el riesgo de tipo de cambio al que está expuesto el consumidor en virtud del contrato de crédito. También se asegurarán de que el prestamista dirija al consumidor advertencias regulares, en papel o en otro soporte duradero, como mínimo cuando el valor del importe adeudado del préstamo o de las cuotas periódicas difiera en más del 20 % del importe que habría correspondido de haberse aplicado el tipo de cambio entre la moneda del contrato de crédito y la moneda del Estado miembro que estaba vigente en la fecha de celebración del contrato de crédito.

Si los contratos de crédito no contienen disposiciones destinadas a limitar el riesgo de tipo de cambio a que está expuesto el consumidor a una fluctuación del tipo de cambio inferior al 20 %, la FEIN deberá incluir un ejemplo ilustrativo de los efectos que tendría una fluctuación del tipo de cambio del 20 %.

Respecto a los créditos de tipo variable, los Estados miembros se asegurarán de que el índice o tipo de referencia utilizado para calcular el tipo de interés sea claro, accesible, objetivo y verificable por las partes en el contrato de crédito y por las autoridades competentes, y de que los proveedores de índices para el cálculo de los tipos de interés, o bien los prestamistas, conserven registros históricos de dichos índices.

OTROS ASPECTOS DE LA DIRECTIVA

Entre otros aspectos, cabe resaltar los siguientes:

- 1) Los Estados miembros exigirán que el prestamista informe al consumidor, mediante documento en papel u otro soporte duradero, de toda modificación del tipo de interés antes de que esta se aplique. La información detallará, como mínimo, el importe de los pagos que deban efectuarse tras la aplicación del nuevo tipo y, si cambiase el número o la frecuencia de los pagos, los detalles correspondientes. Cuando los cambios del tipo de interés se determinen mediante subasta en los mercados de capital y, por consiguiente, el prestamista no pueda informar al consumidor del cambio antes de que le sea aplicable, el prestamista informará por escrito, en papel u otro soporte duradero, al consumidor, con la debida antelación a la subasta, sobre el procedimiento y le indicará la forma en que ello podría afectar al tipo de interés.
- 2) Los Estados miembros velarán para que el consumidor goce del derecho de liquidar, total o parcialmente, las obligaciones derivadas del contrato de crédito antes de la fecha de expiración de este, de modo que tenga derecho a

una reducción del coste total del crédito, que comprenderá los intereses y costes correspondientes al tiempo de contrato que quede por transcurrir. No obstante, también podrán regular el derecho del prestamista a una compensación justa y objetiva, cuando esté debidamente justificada por los posibles costes directamente derivados del reembolso anticipado, pero no impondrán penalización alguna al consumidor.

- 3) En relación con las demoras en los pagos y las ejecuciones hipotecarias, los Estados miembros adoptarán medidas para alentar a los prestamistas a mostrarse razonablemente tolerantes antes de iniciar un procedimiento de ejecución. Los Estados miembros podrán exigir que, si se permite al prestamista imponer recargos al consumidor en caso de un impago, esos recargos no excedan de lo necesario para compensar al prestamista de los costes que le acarree el impago, y pueda incluso regularse su valor máximo.
- 4) En relación con el apartado anterior, los Estados miembros no impedirán que las partes en un contrato de crédito puedan acordar expresamente que la transferencia de la garantía o ingresos derivados de la venta de la garantía al prestamista basten para reembolsar el crédito (dación en pago). De igual modo, velarán para que se adopten medidas que faciliten el reembolso del crédito en aquellos casos en que la deuda no quede saldada al término del procedimiento de ejecución.
- 5) Los Estados miembros velarán por el establecimiento de procedimientos adecuados y efectivos de reclamación y recurso para la resolución extrajudicial de los litigios de los consumidores con prestamistas, intermediarios de crédito y representantes designados en relación con contratos de crédito, valiéndose, si procede, de organismos ya existentes. Asimismo, deberán establecer el régimen de las sanciones aplicable en caso de incumplimiento de las disposiciones nacionales adoptadas sobre la base de la Directiva y adoptarán todas las medidas necesarias para garantizar su ejecución. Esas sanciones serán efectivas, proporcionadas y disuasorias.
- 6) Finalmente, se establece la obligación de cooperación entre las autoridades competentes de los distintos Estados miembros para aplicar lo dispuesto en la Directiva. En particular, intercambiarán información y colaborarán en toda investigación o en las actividades de supervisión. Para facilitar y agilizar dicha cooperación, los Estados miembros designarán como punto de contacto a una sola autoridad competente.

MODIFICACIÓN DE LA DIRECTIVA
2008/48/CE

Se extiende el ámbito de aplicación de la Directiva 2008/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de abril de 2008, relativa a los contratos de crédito al consumo y por la que se deroga la Directiva 87/102/CEE del Consejo, a los contratos de crédito no garantizados que tengan por finalidad la renovación de un bien inmueble de uso residencial y que entrañen un crédito cuyo importe total exceda de 75.000 euros. El objetivo de esta modificación es asegurar un nivel de protección equivalente a estos consumidores, y evitar un vacío de regulación entre la Directiva 2008/48/CE y la nueva Directiva.

Por último, respecto de la trasposición a los distintos ordenamientos nacionales de los Estados miembros, se dispone que estos adoptarán y publicarán, antes del 21 de marzo de 2016, las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar

cumplimiento a lo establecido en la Directiva. Informarán de ello inmediatamente a la Comisión, y aplicarán esas disposiciones nacionales a partir de la fecha indicada.

Medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial

Se ha publicado el *Real Decreto Ley 4/2014, de 7 de marzo* (BOE del 8), por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial (en adelante, el Real Decreto Ley), con el fin de agilizar y flexibilizar estos procesos. Su entrada en vigor ha sido el 9 de marzo, y su convalidación por el Congreso de los Diputados se produjo el 20 de marzo.

El principal objetivo de la norma es aumentar la eficacia de las refinanciaciones preconcursales, de modo que las empresas puedan reestructurar su deuda de forma más ágil y sin tener que solicitar el concurso, para lo cual se modifican diversos aspectos de la Ley 22/2003, de 9 de julio⁵¹, Concursal que se exponen a continuación.

SUSPENSIÓN Y PARALIZACIÓN DE LAS EJECUCIONES DE BIENES NECESARIOS PARA LA CONTINUIDAD DE LA ACTIVIDAD PROFESIONAL O EMPRESARIAL

Se modifica el artículo 5 bis de la Ley 22/2003, permitiendo que la simple comunicación al juzgado por parte del deudor de que ha iniciado negociaciones para alcanzar un acuerdo de refinanciación pueda suspender, durante el plazo previsto para llevarlas a efecto⁵², las ejecuciones judiciales de bienes que resulten necesarios para la continuidad de su actividad profesional o empresarial, incluyendo las que estén en tramitación (anteriormente, los acuerdos de refinanciación solo paralizaban las ejecuciones de bienes en caso de que tales acuerdos fueran homologados judicialmente). Quedan excluidos de esta suspensión, en todo caso, los procedimientos que tengan su origen en créditos de derecho público.

Por otro lado, se modifica el artículo 56 de la Ley 22/2003 para limitar los supuestos de suspensión de ejecución de bienes dotados de garantía real a aquellos que resulten necesarios para la continuidad de la actividad profesional o empresarial, y se explicitan aquellos que no se consideran necesarios para la continuidad de tal actividad, como las acciones o participaciones de sociedades destinadas en exclusiva a la tenencia de un activo y del pasivo necesario para su financiación.

MODIFICACIÓN DE LAS CONDICIONES PARA IMPEDIR LA RESCISIÓN DE LOS ACUERDOS DE REFINANCIACIÓN

Se mantienen los supuestos en los que los acuerdos de refinanciación alcanzados con el deudor no son rescindibles, si bien se clarifica su extensión, que comprenderá los negocios, actos y pagos, cualquiera que sea su naturaleza, que permitan la ampliación significativa del crédito o la modificación o la extinción de sus obligaciones.

Como ya estaba establecido, para que el acuerdo no pueda ser rescindido deberá estar suscrito por acreedores cuyos créditos representen al menos el 60 % del pasivo del deudor. No obstante, ahora se ha eliminado la necesidad de un informe emitido por un experto independiente, sustituyéndolo por la certificación de un auditor de cuentas que acredite la concurrencia de las mayorías exigidas para su adopción.

Cabe reseñar que el Real Decreto Ley puntualiza expresamente que tampoco serán rescindibles los acuerdos de refinanciación homologados judicialmente, que se comentan

51 Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2003», *Boletín Económico*, octubre de 2003, Banco de España, pp. 101-103.

52 Como ya estaba establecido, transcurridos tres meses desde la comunicación al juzgado, el deudor, haya o no alcanzado un acuerdo de refinanciación, o un acuerdo extrajudicial de pagos o las adhesiones necesarias para la admisión a trámite de una propuesta anticipada de convenio, deberá solicitar la declaración de concurso dentro del mes hábil siguiente, a menos que ya lo hubiera solicitado el mediador concursal o no se encontrara en estado de insolvencia.

más adelante. De este modo, se resuelve la problemática existente en la normativa anterior respecto a la posible rescisión de acuerdos que, habiendo sido homologados judicialmente —para lo cual solo se necesitaba la conformidad del 55 % del pasivo financiero (que ahora se rebaja al 51 %)— no hubieran cumplido con el requisito de alcanzar el 60 % del total del pasivo del deudor.

Asimismo, se introduce una nueva categoría de acuerdos de refinanciación que se declaran no rescindibles, sin necesidad de alcanzar determinadas mayorías de pasivo: se trata de aquellos acuerdos alcanzados entre el deudor y uno o más acreedores, siempre que signifiquen una mejora clara de la posición patrimonial del deudor y, simultáneamente, no conlleven una merma de los derechos del resto de acreedores no intervinientes. Para ello se deberán cumplir las siguientes condiciones: 1) que incrementen la proporción de activo sobre pasivo previa; 2) que el activo corriente resultante sea superior o igual al pasivo corriente; 3) que el valor de las garantías resultantes a favor de los acreedores intervinientes no exceda de los nueve décimos del valor de la deuda pendiente a favor de los mismos, ni de la proporción de garantías sobre deuda pendiente que tuviesen con anterioridad al acuerdo; 4) que el tipo de interés aplicable a la deuda subsistente o resultante del acuerdo de refinanciación a favor del o de los acreedores intervinientes no exceda en más de un tercio al aplicable a la deuda previa, y 5) que el acuerdo se formalice en instrumento público, con intervención de todas las partes afectadas y que incluya una descripción de las razones que justifiquen su contenido desde un punto de vista económico.

INCENTIVOS A LA CONCESIÓN DE NUEVA FINANCIACIÓN

La disposición adicional segunda del Real Decreto Ley ha previsto un régimen extraordinario temporal para los nuevos ingresos de tesorería, con una vigencia de dos años desde la entrada en vigor de la norma (9 de marzo), en virtud del cual se atribuye la calificación de crédito contra la masa al 100 % de los créditos que supongan nuevos ingresos de tesorería y hayan sido concedidos en el marco de un acuerdo de refinanciación, así como a los créditos concedidos por el propio deudor o por personas especialmente relacionadas⁵³, que supongan también nuevos ingresos de tesorería. Se exceptúan de tal consideración los ingresos de tesorería realizados a través de una operación de aumento de capital.

Transcurrido un plazo de dos años, a contar desde la fecha de concesión de los créditos descritos en el párrafo anterior, se volverá a aplicar el régimen ordinario; es decir, solo tendrá la consideración de crédito contra la masa el 50 % de los créditos que supongan nuevos ingresos de tesorería, teniendo el 50 % restante la condición de crédito con privilegio general.

NUEVAS CONDICIONES DE LOS ACUERDOS DE REFINANCIACIÓN HOMOLOGADOS JUDICIALMENTE

El Real Decreto Ley acomete una revisión del régimen de homologación judicial de los acuerdos de refinanciación recogidos en la disposición adicional cuarta de la Ley 22/2003. En concreto, como se reseñó anteriormente, se reduce del 55 % al 51 % el porcentaje de acreedores que deben suscribir el acuerdo de refinanciación para poder homologarlo judicialmente.

⁵³ Se consideran personas especialmente relacionadas con el concursado persona jurídica: 1) los socios que conforme a la ley sean personal e ilimitadamente responsables de las deudas sociales y aquellos otros que, en el momento del nacimiento del derecho de crédito, sean titulares de, al menos, un 5 % del capital social, si la sociedad declarada en concurso tuviera valores admitidos a negociación en mercado secundario oficial, o un 10 % si no los tuviera; 2) los administradores, de derecho o de hecho, los liquidadores del concursado y los apoderados con poderes generales de la empresa, así como quienes lo hubieren sido dentro de los dos años anteriores a la declaración de concurso, y 3) las sociedades que formen parte del mismo grupo que la sociedad declarada en concurso y sus socios comunes, siempre que éstos reúnan las mismas condiciones que en el apartado 1 de esta nota.

Para el cómputo del porcentaje de los acreedores financieros, anteriormente se restringía a los acreedores que fueran entidades financieras. Ahora se ha extendido a los titulares de cualquier endeudamiento financiero, con independencia de que estén o no sometidos a supervisión financiera, si bien con ciertas limitaciones. Así, no computarán en ese porcentaje: 1) los acreedores que sean personas especialmente relacionadas con el deudor, aunque podrán quedar afectadas por la homologación del acuerdo; 2) los créditos de derecho público, y 3) los acreedores por operaciones comerciales.

En el caso de los préstamos sindicados, se entenderá suscrito el acuerdo por los prestamistas cuando al menos el 75 % de los mismos vote a su favor, salvo que las normas que regulan la sindicación contemplen un porcentaje inferior.

Al igual que para los acuerdos de refinanciación que no están homologados judicialmente, se sustituye la necesidad de un informe emitido por un experto independiente por una certificación de un auditor de cuentas que acredite el cumplimiento de las mayorías exigibles (51 % del pasivo financiero).

Otra de las novedades hace referencia a los acreedores disidentes, entendiéndose por tales los acreedores de pasivos financieros que no hayan suscrito el acuerdo de refinanciación o que hayan mostrado su disconformidad con él. Anteriormente, los acuerdos de refinanciación homologados judicialmente les eran extensibles a los acreedores disidentes de pasivos financieros cuyos créditos no estuvieran dotados de garantía real. El Real Decreto Ley introduce ciertas modificaciones relevantes, distingue entre los créditos con y sin garantía real y, en su caso, si la garantía cubre o no la totalidad del crédito principal.

A los acreedores disidentes cuyos créditos no gocen de garantía real o por la parte de los créditos que exceda del valor de la garantía real, se les extenderán los siguientes efectos acordados en los acuerdos de refinanciación homologados judicialmente:

- 1) Si el acuerdo ha sido suscrito por acreedores que representen, al menos, el 60 % del pasivo financiero: las esperas (ya sean de principal, de intereses o de cualquier otra cantidad adeudada) con un plazo no superior a cinco años, o la conversión de deuda en préstamos participativos durante el mismo plazo.
- 2) Si el acuerdo ha sido suscrito por acreedores que representen, al menos, el 75 % del pasivo financiero: las esperas con un plazo de cinco años o más, pero en ningún caso superior a diez; las quitas; la conversión de deuda en préstamos participativos por un plazo de cinco años o más, pero en ningún caso superior a diez; la cesión de bienes o derechos a los acreedores en pago de la totalidad o parte de la deuda, y, por último, la conversión de deuda en acciones o participaciones de la sociedad deudora. En el caso de la conversión de deuda en acciones o participaciones, los acreedores disidentes podrán optar por una quita equivalente al importe del nominal de las acciones o participaciones que les correspondería suscribir o asumir y, en su caso, de la correspondiente prima de emisión o de asunción.

Para aquellos acreedores disidentes que gocen de garantía real, por la parte del crédito que queda cubierta por el valor de la garantía, se les extenderán los mismos efectos señalados en el caso anterior, siempre que uno o más de dichos efectos hayan sido acordados,

si bien con mayorías más cualificadas, que pasan, en el primer caso, del 60 % al 65 % del pasivo financiero, y del 75 % al 80 % en el segundo caso.

Finalmente, se simplifica y agiliza el procedimiento de homologación: el juez se limitará a verificar la concurrencia de los porcentajes exigidos, y a valorar si el sacrificio reclamado tiene o no un carácter desproporcionado. En la ejecución del acuerdo de refinanciación homologado, el juez podrá decretar la cancelación de los embargos que se hubieran practicado.

BANCO DE ESPAÑA:
TRATAMIENTO
DE LAS OPERACIONES
REESTRUCTURADAS COMO
CONSECUENCIA DE UN
ACUERDO DE REFINANCIACIÓN

El Real Decreto Ley habilita al Banco de España para que en el plazo de un mes establezca y haga públicos criterios homogéneos para la clasificación como riesgo normal de las operaciones reestructuradas como consecuencia de acuerdos de refinanciación homologados judicialmente. Haciendo uso de dicha habilitación, la Comisión Ejecutiva del Banco de España ha aprobado, con fecha de 18 de marzo, el envío de una comunicación a las entidades de crédito que contiene dichos criterios.

TRATAMIENTO FISCAL
DE LOS ACUERDOS DE
REFINANCIACIÓN

La disposición final segunda del Real Decreto Ley modifica el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo⁵⁴, para favorecer fiscalmente los acuerdos de refinanciación. Por un lado, se establece la ausencia de tributación en los supuestos de aumentos de capital del deudor por compensación de créditos, salvo que dichos créditos hubieran sido objeto de una adquisición por un tercero, distinto del acreedor original, por un valor distinto a su nominal.

Por otro lado, anteriormente los ingresos correspondientes a quitas y esperas derivadas de la aplicación de la Ley Concursal se incluían en la base imponible del deudor. A partir de ahora rige un sistema de imputación diferida de los ingresos, en función de los gastos financieros derivados de la deuda que se vayan registrando. De esta forma, en el supuesto de que dichos ingresos fueran superiores al importe total de gastos financieros pendientes de registrar, la imputación se realizará proporcionalmente a los gastos financieros registrados en cada período impositivo respecto de los gastos financieros totales pendientes de registrar derivados de la misma deuda.

Finalmente, la disposición final tercera amplía la exención en el impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados a las escrituras que contengan quitas o minoraciones de los préstamos, créditos y demás obligaciones del deudor que se incluyan en los acuerdos de refinanciación o en los acuerdos extrajudiciales de pago establecidos en la Ley Concursal.

OTRAS NOVEDADES

Se modifica el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio⁵⁵, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, para ampliar los supuestos en los que no es obligatoria la presentación de una oferta pública de adquisición. Así, queda eliminada esta exigencia cuando se trate de operaciones realizadas como consecuencia directa de un acuerdo de refinanciación homologado judicialmente, siempre que hubiera sido informado favorablemente por un experto independiente.

Se modifica la Ley 3/2004, de 29 de diciembre, por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales, para precisar el ámbito de aplicación

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

55 Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2007», *Boletín Económico*, octubre de 2007, Banco de España, pp. 152-155.

de la nulidad de ciertas cláusulas pactadas entre las partes, en perjuicio del acreedor. Entre ellas, la Ley 3/2004 consideraba abusiva, y por tanto nula, aquella cláusula en la que el interés pactado fuera un 70 % inferior al interés legal de demora. Ahora, el Real Decreto Ley aclara que la nulidad de esta cláusula no será aplicable a las operaciones realizadas con las Administraciones Públicas, quienes no podrán modificar el tipo de interés de demora establecido en la Ley 3/2004.

Por último, se modifica el Real Decreto Ley 10/2008, de 12 de diciembre, por el que se adoptan medidas financieras para la mejora de la liquidez de las pequeñas y medianas empresas, y otras medidas económicas complementarias, para prorrogar durante 2014 (antes era hasta 2013) la posibilidad de que no se computen las pérdidas por deterioro reconocidas en las cuentas anuales, derivadas del inmovilizado material, de las inversiones inmobiliarias y de las existencias o de préstamos y partidas pendientes de cobro, a efectos de la determinación de las pérdidas para la reducción obligatoria de capital de las empresas⁵⁶, o, en su caso, para proceder a su disolución⁵⁷.

Control de la deuda comercial en el sector público

Se ha publicado la *Ley Orgánica 9/2013, de 20 de diciembre* (BOE del 21), de control de la deuda comercial en el sector público, que modifica, entre otras, la Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera, y la Ley Orgánica 8/1980, de 22 de septiembre, de Financiación de las Comunidades. A excepción de ciertas salvedades, la Ley Orgánica entró en vigor el 22 de diciembre.

Las novedades más relevantes son introducir en la Ley Orgánica 2/2012 dos aspectos fundamentales: por un lado, que el control del endeudamiento del sector público no debe limitarse solo al volumen de su deuda financiera, sino también a su deuda comercial. Por otro, la obligación de pagar dicha deuda en un plazo de 30 días a sus proveedores, que es el plazo máximo establecido en la normativa sobre morosidad (en adelante, el plazo máximo)⁵⁸.

Otras novedades reseñables en la norma son las siguientes:

PERÍODO MEDIO DE PAGO A PROVEEDORES

Se crea la obligación de las Administraciones Públicas de hacer público su período medio de pago a proveedores (PMP) y de disponer de un plan de tesorería que incluirá, al menos, información relativa a la previsión de pago a proveedores, de forma que se garantice el cumplimiento del plazo máximo que fija la normativa sobre morosidad. Las Administraciones Públicas velarán por la adecuación de su ritmo de asunción de compromisos de gasto a la ejecución del plan de tesorería.

Cuando el PMP supere el plazo máximo, la Administración correspondiente deberá incluir en la actualización de su plan de tesorería posterior: 1) el importe de los recursos que va a dedicar mensualmente al pago a proveedores para poder reducir su PMP hasta el plazo máximo, y 2) el compromiso de adoptar las medidas cuantificadas de reducción de gastos, incremento de ingresos u otras medidas de gestión de cobros y pagos, que le permi-

⁵⁶ La reducción del capital es obligatoria cuando las pérdidas han disminuido el patrimonio neto por debajo de las dos terceras partes de la cifra del capital y haya transcurrido un ejercicio social sin haberse recuperado dicho patrimonio.

⁵⁷ Una de las causas de disolución de la empresa se produce cuando las pérdidas dejan reducido el patrimonio neto a una cantidad inferior a la mitad del capital social, a no ser que este se aumente o se reduzca en la medida suficiente, o por reducción del capital social por debajo del mínimo legal.

⁵⁸ Contendida en la Ley 3/2004, de 29 de diciembre, por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales, y en la Ley 30/2007, de 30 de octubre, de contratos del sector público, modificadas posteriormente por la Ley 15/2010, de 5 de julio.

ta generar la tesorería necesaria para la reducción de su PMP a proveedores hasta el plazo máximo que fija la normativa sobre morosidad.

Transcurrido un mes desde la entrada en vigor de esta ley, todas las Administraciones Públicas y sus entidades y organismos vinculados o dependientes publicarán en su sitio web su PMP a proveedores e incluirán en su plan de tesorería, inmediatamente posterior a dicha publicación, las medidas de reducción de su PMP para cumplir con el plazo máximo.

MEDIDAS DE PREVENCIÓN AUTOMÁTICA

Se actualizan las medidas de prevención automática, sobre todo cuando el volumen de deuda pública se sitúe por encima del 95 % de los límites establecidos⁵⁹. En este sentido, el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas hará un seguimiento del cumplimiento de los PMP a proveedores de las Comunidades Autónomas. Cuando el PMP de pago a los proveedores de la Comunidad Autónoma supere en más de 30 días el plazo máximo durante dos meses consecutivos, el citado ministerio formulará una comunicación de alerta indicándole el importe que deberá dedicar mensualmente al pago a proveedores y las medidas de reducción de gastos, incremento de ingresos u otras medidas de gestión de cobros y pagos que deberá adoptar de forma que le permita generar la tesorería necesaria para la reducción de su PMP.

En el caso de las Corporaciones Locales, cuando el órgano interventor detecte que el PMP supera en más de 30 días el plazo máximo durante dos meses consecutivos, a contar desde la actualización de su plan de tesorería, formulará una comunicación de alerta, en el plazo de 15 días desde que lo detectara, a la Administración que tenga atribuida la tutela financiera de la Corporación Local correspondiente y a su junta de gobierno. La Administración que tenga atribuida la tutela financiera podrá establecer medidas cuantificadas de reducción de gastos, incremento de ingresos u otras medidas de gestión de cobros y pagos, que la Corporación Local deberá adoptar de forma que le permita generar la tesorería necesaria para la reducción de su PMP. Cuando sea la Comunidad Autónoma quien tenga atribuida la citada tutela financiera deberá informar de aquellas actuaciones al Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

MEDIDAS AUTOMÁTICAS DE CORRECCIÓN Y MEDIDAS COERCITIVAS

Se revisan las medidas automáticas de corrección cuanto se constate que el PMP a los proveedores de la Comunidad Autónoma supere en más de 30 días el plazo máximo durante dos meses consecutivos a contar desde la actualización de su plan de tesorería. A partir de ese momento, el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas lo comunicará a la Comunidad Autónoma, indicándole que a partir de ese momento: 1) todas aquellas modificaciones presupuestarias que conlleven un aumento neto del gasto no financiero de la Comunidad Autónoma y que, de acuerdo con la normativa autonómica vigente, no se financien con cargo al fondo de contingencia o con baja en otros créditos, requerirán la adopción de un acuerdo de no disponibilidad de igual cuantía, del que se informará al Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas con indicación del crédito afectado, la medida de gasto que lo sustenta y la modificación presupuestaria origen de la misma; 2) todas sus operaciones de endeudamiento a largo plazo precisarán de autorización del Estado, que podrá realizarse de forma gradual por tramos, y 3) la Comunidad Autónoma deberá incluir en la actualización de su plan de tesorería inmediatamente posterior nuevas medidas para cumplir con el plazo máximo de pago previsto en la normativa de morosidad.

⁵⁹ Actualmente, el volumen de deuda pública, definida de acuerdo con el Protocolo sobre procedimiento de déficit excesivo, del conjunto de Administraciones Públicas no podrá superar el 60 % del PIB o el que se establezca por la normativa europea.

Si a pesar de aplicar las medidas anteriores, se mantuviera esa situación, el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas iniciará el procedimiento de retención de los importes pendientes de satisfacer por los recursos de los regímenes de financiación para pagar directamente a los proveedores. Para ello, se recabará de la Comunidad Autónoma la información necesaria para cuantificar y determinar la parte de la deuda comercial que se va a pagar con cargo a los mencionados recursos y se comunicará al Consejo de Política Fiscal y Financiera para su conocimiento.

Las medidas anteriores, se mantendrán hasta que la Comunidad Autónoma cumpla con el plazo máximo de pago durante seis meses consecutivos.

En relación con las medidas coercitivas establecidas en la Ley Orgánica 2/2012 aplicables para el caso de falta de presentación, de falta de aprobación o de incumplimiento del plan económico-financiero o del plan de reequilibrio, ahora se extienden cuando el PMP a los proveedores de la Comunidad Autónoma supere en más de 30 días el plazo máximo de la normativa de morosidad durante dos meses. De este modo, la Administración Pública responsable deberá aprobar, en el plazo de 15 días desde que se produzca el incumplimiento, la no disponibilidad de créditos y efectuar la correspondiente retención de créditos, que garantice el cumplimiento del objetivo establecido. Dicho acuerdo deberá detallar las medidas de reducción de gasto correspondientes e identificar el crédito presupuestario afectado, no pudiendo ser revocado durante el ejercicio presupuestario en el que se apruebe o hasta la adopción de medidas que garanticen el cumplimiento del objetivo establecido, ni dar lugar a un incremento del gasto registrado en cuentas auxiliares, a cuyo efecto esta información será objeto de un seguimiento específico. Además, deberá constituir, cuando lo solicite el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, un depósito con intereses en el Banco de España equivalente al 0,2 % de su PIB. El depósito será cancelado en el momento en que se apliquen las medidas que garanticen el cumplimiento de los objetivos.

OTRAS NOVEDADES

Se modifica la Ley Orgánica 8/1980, de 22 de septiembre, de Financiación de las Comunidades Autónomas, para establecer un nuevo límite, más flexible, a las retenciones o deducciones mensuales que puede realizar el Estado, de los recursos del sistema de financiación, en el caso de incumplimiento del PMP establecido.

Defensa de los consumidores y usuarios: modificación de la normativa

Se ha publicado la *Ley 3/2014, de 27 de marzo* (BOE del 28), por la que se modifica el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, con el fin de transponer al derecho interno la Directiva 2011/83/ UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de octubre de 2011, sobre los derechos de los consumidores.

La Ley refuerza la información que se debe de facilitar al consumidor y usuario, a través de la ampliación de los requisitos de información precontractual. Así, entre las nuevas obligaciones está la de informar a los consumidores y usuarios de la existencia y las condiciones de los depósitos u otras garantías financieras que, en su caso, tengan que pagar o aportar a solicitud del empresario, incluidas aquellas por las que se bloquee un importe en la tarjeta de crédito o débito del consumidor y usuario. También deberán informar de la existencia de la garantía legal de conformidad de los bienes, así como de las condiciones de los servicios posventa y de las garantías comerciales que otorguen, en su caso.

En los contratos a distancia, se contempla —como novedad— la exigencia de que los sitios web de comercio indiquen de modo claro y legible, antes del inicio del procedimien-

to de compra, si se aplica alguna restricción de entrega y cuáles son las modalidades de pago aceptadas. Si el contrato se celebra a través de una técnica de comunicación a distancia en la que el espacio o el tiempo para facilitar la información son limitados, el empresario facilitará en ese soporte específico, antes de la celebración de dicho contrato, como mínimo, la información precontractual sobre las características principales de los bienes o servicios, la identidad del empresario, el precio total, el derecho de desistimiento, la duración del contrato y, en el caso de contratos de duración indefinida, las condiciones de resolución. En relación con el derecho de desistimiento en los contratos a distancia y de los contratos celebrados fuera del establecimiento, se regula de una forma más amplia, incorporando un formulario normalizado que el consumidor y usuario podrán utilizar opcionalmente, al tiempo que se amplía el plazo para su ejercicio que pasa de 7 a 14 días naturales.

Otra novedad se refiere a los pagos adicionales, de forma que, antes de que el consumidor y usuario quede vinculado por cualquier contrato u oferta, el empresario deberá obtener su consentimiento expreso para todo pago adicional a la remuneración acordada para la obligación contractual principal del empresario. Si el empresario no ha obtenido el consentimiento expreso del consumidor y usuario, pero lo ha deducido utilizando opciones por defecto que este debe rechazar para evitar el pago adicional, el consumidor y usuario tendrán derecho al reembolso de dicho pago.

En otro orden de cosas, se da cumplimiento una sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea en relación con las cláusulas abusivas en los contratos celebrados con los consumidores. En la regulación anterior, se atribuía al juez la facultad de modificar el contenido de las cláusulas abusivas que figuraban en los contratos, para integrar la parte afectada por la nulidad con arreglo a lo dispuesto por el artículo 1258 del Código Civil y al principio de buena fe objetiva. En el régimen actual, el juez, previa audiencia de las partes, declarará la nulidad de las cláusulas abusivas incluidas en el contrato, que seguirá siendo obligatorio para las partes en los mismos términos, siempre que el contrato pueda subsistir sin dichas cláusulas.

La Ley entró en vigor el 29 de marzo.

4.4.2014.

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/bde/es/areas/estadis/>).

PRINCIPALES MACROMAGNITUDES

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

ECONOMÍA INTERNACIONAL

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

DEMANDA NACIONAL Y ACTIVIDAD

- 3.1 Indicadores de consumo privado. España y zona del euro 15*
- 3.2 Encuesta de inversiones en la industria (excepto construcción).
España 16*
- 3.3 Construcción. Indicadores de obras iniciadas y consumo de cemento.
España 17*
- 3.4 Índice de producción industrial. España y zona del euro 18*
- 3.5 Encuesta de coyuntura industrial: industria y construcción. España y zona del euro (CNAE 2009) 19*
- 3.6 Encuesta de coyuntura industrial: utilización de la capacidad productiva.
España y zona del euro (CNAE 2009) 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 2011=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 2010=100	32*
	5.4	Índices del valor unitario del comercio exterior de España	33*
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS	6.1	Estado. Recursos y empleos según la Contabilidad Nacional. España	34*
	6.2	Estado. Operaciones financieras. España ¹	35*
	6.3	Estado. Deuda según el Protocolo de Déficit Excesivo. 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 y establecimientos financieros de crédito a otros sectores residentes. Detalle por finalidades	54*
8.10		Cuenta de resultados de entidades de depósito, residentes en España (BE)	55*

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

	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*
TIPOS DE INTERÉS E ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD	9.1	Tipos de interés: Eurosistema y mercado de dinero. Zona del euro y segmento español (BE)	58*
	9.2	Tipos de interés: mercados de valores españoles a corto y a largo plazo ¹ (BE)	59*
	9.3	Tipos de interés de nuevas operaciones. Entidades de crédito y establecimientos financieros de crédito. (CBE 4/2002) ¹ (BE)	60*
	9.4	Índices de competitividad de España frente a la UE 28 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*

NOVEDADES

Capítulo 7

Balanza de pagos, comercio exterior y posición de inversión internacional

En el año 2014 los países de la Unión Europea implantarán el nuevo Manual de Balanza de Pagos del Fondo Monetario Internacional (MBP6), de forma coordinada con la entrada en vigor del nuevo manual de Cuentas Nacionales (SEC 2010). España, como otros países europeos, comenzará a difundir datos de Balanza de Pagos según el MBP6 en septiembre u octubre de 2014. En ese momento se incorporarán también todos los cambios derivados del nuevo sistema de información que el Banco de España está desarrollando por la desaparición del sistema tradicional, que estaba basado, en gran medida, en la declaración por parte de los bancos de las transacciones transfronterizas clasificadas por concepto estadístico y que ha dejado de estar en vigor como consecuencia del desarrollo de la Zona Única de Pagos en Euros (SEPA, por sus siglas en inglés). En el nuevo sistema, esta fuente se sustituye por la información suministrada a través de diversas vías, entre las que destacan la Encuesta de Comercio Internacional de Servicios del INE, las declaraciones directas de transacciones y posiciones exteriores realizadas por los agentes al Banco de España y los estados financieros de las entidades de crédito. Por lo tanto, hasta que en el otoño se completen esos cambios, los métodos de estimación y las cifras de la balanza de pagos tienen carácter provisional.

Con la publicación en junio de 2014 de la monografía anual de la Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España 2013 se concretarán todos los cambios metodológicos, que finalmente se habrán de incorporar en las estimaciones de balanza de pagos en septiembre-octubre.

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

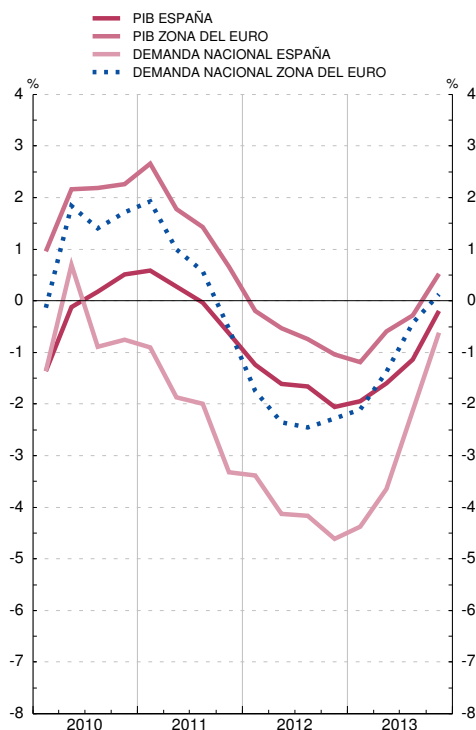
1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2008=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

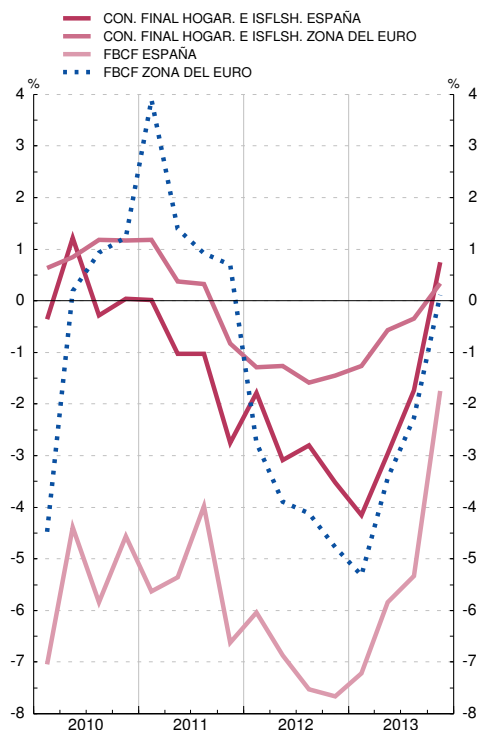
Tasas de variación interanual

		PIB		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH		Consumo final de las AAPP		Formación bruta de capital fijo		Demanda nacional		Exportaciones de bienes y servicios		Importaciones de bienes y servicios		Pro memoria: PIB pm precios corrientes (g)	
		España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro (c)	España	Zona del euro (d)	España	Zona del euro	España (e)	Zona del euro	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
10	P	-0,2	1,9	0,2	1,0	1,5	0,6	-5,5	-0,5	-0,6	1,2	11,7	11,4	9,3	9,8	1 046	9 160
11	P	0,1	1,6	-1,2	0,3	-0,5	-0,1	-5,4	1,7	-2,0	0,7	7,6	6,7	-0,1	4,7	1 046	9 420
12	P	-1,6	-0,6	-2,8	-1,4	-4,8	-0,6	-7,0	-3,9	-4,1	-2,2	2,1	2,7	-5,7	-0,8	1 029	9 484
11 /	P	0,6	2,7	0,0	1,2	1,8	0,1	-5,6	3,9	-0,9	1,9	12,2	10,8	5,8	9,2	262	2 343
II	P	0,3	1,8	-1,0	0,4	-0,7	0,0	-5,4	1,4	-1,9	1,0	7,4	6,5	-0,7	4,7	262	2 353
III	P	-0,0	1,4	-1,0	0,3	-2,2	-0,3	-4,0	0,9	-2,0	0,6	7,2	5,9	0,0	3,9	261	2 361
IV	P	-0,6	0,7	-2,8	-0,8	-0,7	-0,2	-6,6	0,7	-3,3	-0,5	4,2	3,7	-5,1	0,8	260	2 362
12 /	P	-1,2	-0,2	-1,8	-1,3	-4,9	-0,3	-6,0	-2,7	-3,4	-1,7	0,1	2,8	-6,9	-0,7	259	2 369
II	P	-1,6	-0,5	-3,1	-1,3	-4,4	-0,6	-6,9	-3,9	-4,1	-2,3	0,5	3,3	-7,7	-0,8	258	2 370
III	P	-1,7	-0,7	-2,8	-1,6	-4,9	-0,6	-7,5	-4,1	-4,2	-2,5	3,3	2,8	-4,6	-1,0	257	2 374
IV	P	-2,1	-1,0	-3,5	-1,5	-5,0	-0,7	-7,7	-4,8	-4,6	-2,3	4,4	1,9	-3,5	-0,8	255	2 370
13 /	P	-1,9	-1,2	-4,2	-1,3	-2,3	-0,1	-7,2	-5,3	-4,4	-2,1	2,9	0,1	-4,9	-1,9	257	2 378
II	P	-1,6	-0,6	-3,0	-0,6	-3,4	0,1	-5,8	-3,4	-3,6	-1,4	9,5	1,5	3,2	-0,1	255	2 394
III	P	-1,1	-0,3	-1,7	-0,3	0,2	0,7	-5,3	-2,3	-2,1	-0,4	3,5	0,8	0,6	0,6	255	2 399
IV	P	-0,2	0,5	0,7	0,3	-3,5	0,4	-1,7	0,1	-0,6	0,1	3,7	2,6	2,7	1,9	255	2 409

PIB Y DEMANDA INTERNA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO
Tasas de variación interanual



COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008) y Eurostat.

a. España: elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002); zona del euro: elaborado según el SEC95. b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3.75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rúbrica Importaciones de bienes y servicios. c. Zona del euro, consumo privado.

d. Zona del euro, consumo público. e. Demanda de los residentes dentro y fuera del territorio económico.

f. Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, e incluyen los intercambios comerciales transfronterizos dentro de la zona del euro.

g. Miles de millones de euros.

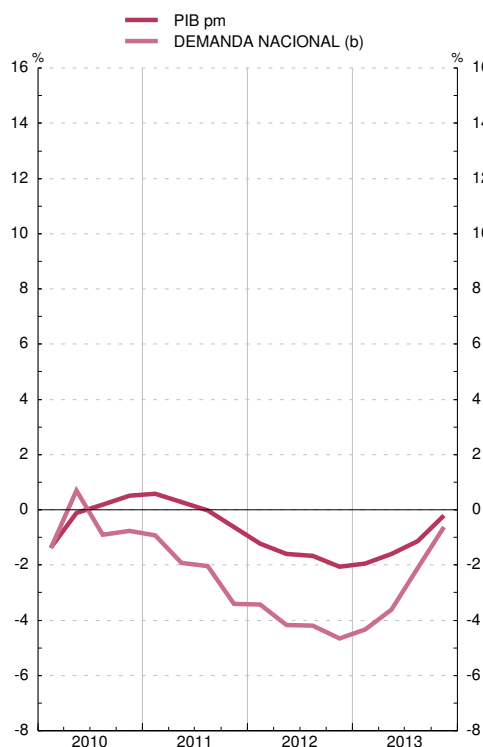
1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2008=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

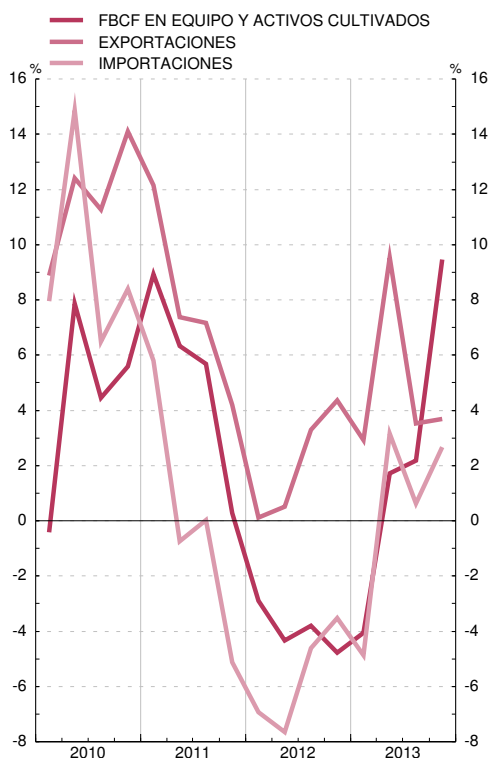
Tasas de variación interanual

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

PIB. DEMANDA INTERNA
Tasas de variación interanual



PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA
Tasas de variación interanual



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

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

b. Aportación al crecimiento del PIB pm.

c. Demanda de los residentes dentro y fuera del territorio económico.

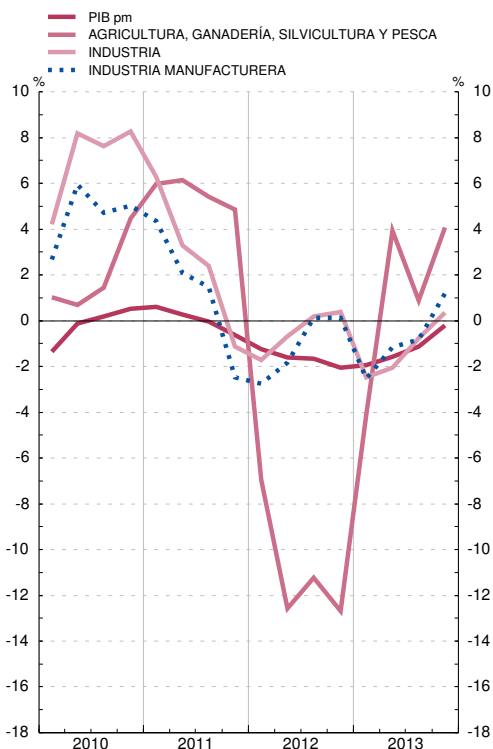
1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2008=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

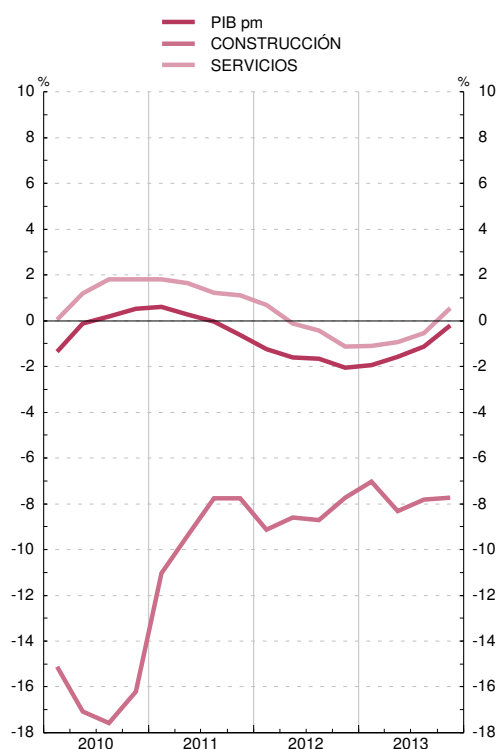
Tasas de variación interanual

		Producto interior bruto a precios de mercado	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Industria		Construcción	Servicios							Impuestos netos sobre los productos	
				Total	Industria manufacturera		Total	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales	Administración Pública, Sanidad y Educación		Actividades de artistas, recreativas y otros servicios
10	P	-0,2	1,9	7,1	4,6	-16,5	1,2	1,8	6,2	-3,5	-1,2	-0,3	2,4	0,3	-0,6
11	P	0,1	5,6	2,7	1,3	-9,0	1,4	1,3	0,3	-3,2	3,0	5,3	1,1	0,2	-6,1
12	A	-1,6	-10,9	-0,5	-1,1	-8,6	-0,3	0,5	0,9	-2,8	1,1	-1,9	-0,5	-1,7	-4,9
11 /	P	0,6	6,0	6,3	4,3	-11,0	1,8	2,2	1,6	-4,0	3,0	5,1	1,6	-0,7	-5,6
II	P	0,3	6,1	3,3	2,1	-9,4	1,6	2,0	0,1	-3,9	2,9	5,4	1,4	-0,9	-5,8
III	P	-0,0	5,4	2,4	1,5	-7,8	1,2	0,8	-0,0	-3,6	3,1	5,5	0,8	1,3	-6,6
IV	P	-0,6	4,9	-1,1	-2,5	-7,8	1,1	0,1	-0,2	-1,2	3,0	5,2	0,8	1,2	-6,5
12 /	A	-1,2	-6,9	-1,7	-2,8	-9,1	0,7	1,3	0,9	0,8	0,9	-1,2	0,4	0,7	-5,0
II	A	-1,6	-12,6	-0,7	-1,8	-8,6	-0,1	0,2	1,3	1,0	0,8	-2,6	-0,1	-2,2	-4,7
III	A	-1,7	-11,2	0,2	0,1	-8,7	-0,4	1,0	1,0	-6,1	1,6	-1,5	-1,3	-2,5	-4,9
IV	A	-2,1	-12,7	0,4	0,1	-7,7	-1,1	-0,5	0,5	-6,9	1,1	-2,2	-1,1	-3,0	-5,1
13 /	A	-1,9	-4,1	-2,5	-2,5	-7,0	-1,1	-1,9	-0,7	-3,7	-0,3	-0,8	0,4	-2,7	-2,0
II	A	-1,6	3,9	-2,1	-1,2	-8,3	-0,9	-0,2	1,0	-4,1	-0,6	-0,7	-2,0	-0,6	-1,0
III	A	-1,1	0,9	-0,8	-0,8	-7,8	-0,6	0,2	-1,6	-2,7	-0,7	-0,5	-0,8	-0,7	-0,8
IV	A	-0,2	4,1	0,3	1,2	-7,7	0,5	1,3	-0,1	-2,4	0,6	1,9	-0,2	0,5	-1,2

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



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

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

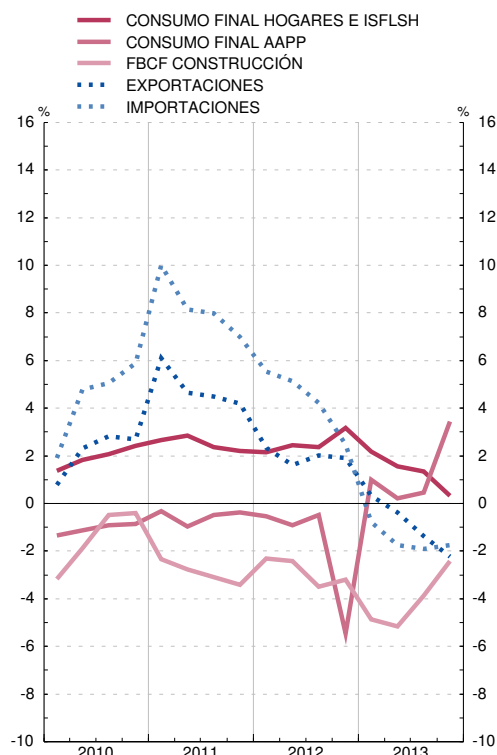
1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

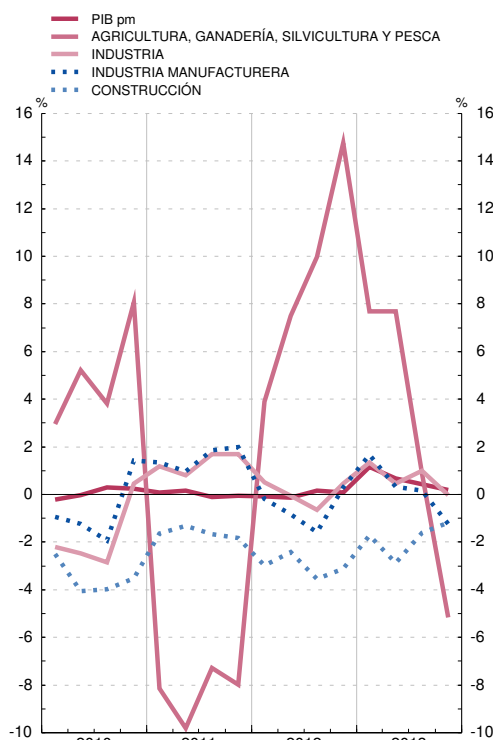
Tasas de variación interanual

		Componentes de la demanda								Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas de actividad												
		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH (b)	Consumo final de las AAPP	Formación bruta de capital fijo			Exportación de bienes y servicios	Importación de bienes y servicios	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca		Industria		Construcción	Servicios									
				Total	Activos fijos materiales						Activos fijos inmateriales	Total		Del cual	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales	Administración pública, salud y educación	Actividades artísticas, recreativas y otros servicios		
					Construcción	Bienes de equipo y activos cultivados																Industria manufacturera	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21			
10	P	1,9	-1,1	-0,6	-1,5	0,9	3,6	2,2	4,4	0,1	5,0	-1,8	-0,7	-3,5	-1,5	-0,6	-6,0	-20,3	13,6	-1,5	-1,5	0,5	
11	P	2,5	-0,6	-1,5	-2,9	1,2	-0,1	4,8	8,2	0,0	-8,3	1,3	1,5	-1,6	0,1	0,8	-1,4	-4,4	4,6	-0,5	-1,2	0,8	
12	A	2,5	-1,8	-2,0	-2,8	-1,1	1,3	2,0	4,3	0,0	8,9	0,1	-0,6	-3,0	-0,3	0,8	-2,5	4,5	1,6	-0,6	-3,4	1,2	
11 /	P	2,6	-0,3	-0,9	-2,3	1,8	-0,1	6,1	10,0	0,1	-8,1	1,2	1,3	-1,6	-0,6	0,6	-2,1	-12,5	4,5	-0,7	-1,0	0,8	
II	P	2,8	-1,0	-1,3	-2,8	1,5	0,3	4,6	8,1	0,1	-9,8	0,8	1,0	-1,3	0,4	1,0	-0,9	-3,0	6,5	0,2	-1,5	0,6	
III	P	2,4	-0,5	-1,6	-3,1	1,6	-0,5	4,5	8,0	-0,1	-7,3	1,7	1,9	-1,7	0,1	0,7	-1,2	-2,7	4,0	-1,2	-1,1	0,7	
IV	P	2,2	-0,4	-2,1	-3,4	0,1	-0,1	4,2	7,0	-0,0	-8,0	1,7	2,0	-1,8	0,3	0,8	-1,4	1,6	3,3	-0,5	-1,3	1,1	
12 /	A	2,1	-0,5	-1,6	-2,3	-0,8	0,5	2,3	5,5	-0,1	3,9	0,5	-0,2	-3,0	-0,0	-0,1	-2,1	3,8	1,9	-0,9	-1,0	0,9	
II	A	2,4	-0,9	-1,7	-2,4	-1,2	1,4	1,6	5,1	-0,1	7,5	-0,0	-0,8	-2,4	0,5	0,7	-2,8	8,8	2,5	-1,0	-1,2	0,8	
III	A	2,3	-0,5	-2,3	-3,5	-1,1	1,5	2,0	4,2	0,2	10,0	-0,6	-1,6	-3,5	-0,0	0,8	-3,0	2,8	0,8	-1,0	-1,2	0,9	
IV	A	3,1	-5,5	-2,2	-3,2	-1,3	1,7	1,9	2,5	0,1	14,7	0,5	0,3	-3,1	-1,7	1,7	-2,1	2,6	1,4	0,3	-10,0	2,1	
13 /	A	2,2	1,0	-3,7	-4,9	-2,9	1,1	0,3	-0,8	1,2	7,7	1,4	1,7	-1,7	1,0	3,0	-2,9	-3,7	2,0	0,4	-0,2	3,2	
II	A	1,5	0,2	-3,9	-5,2	-2,9	0,9	-0,4	-1,7	0,7	7,7	0,4	0,3	-2,9	-0,5	1,8	-4,6	-12,0	0,8	0,7	-1,6	3,0	
III	A	1,3	0,4	-3,3	-3,9	-3,3	0,5	-1,4	-1,9	0,4	0,9	1,0	0,2	-1,6	-0,1	1,5	-5,7	-8,9	1,2	0,5	-0,5	2,4	
IV	A	0,3	3,5	-2,4	-2,4	-3,1	0,4	-2,2	-1,8	0,2	-5,1	-0,0	-1,2	-1,2	-0,3	-0,3	-8,6	-13,4	-1,6	-2,0	6,1	0,5	

PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



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

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

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

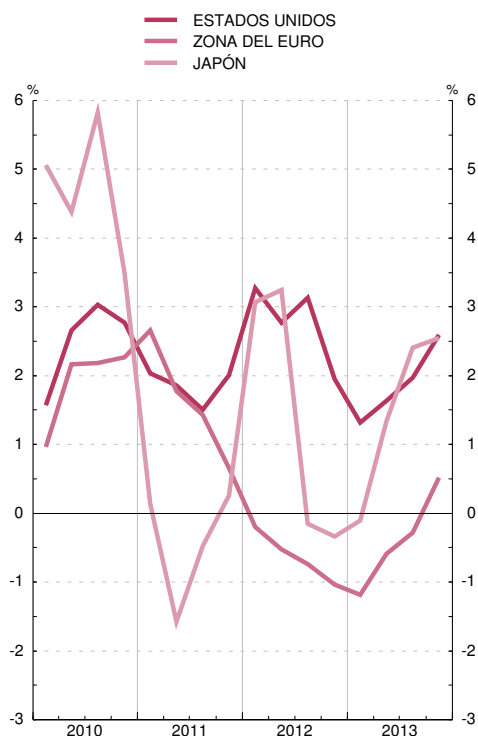
2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

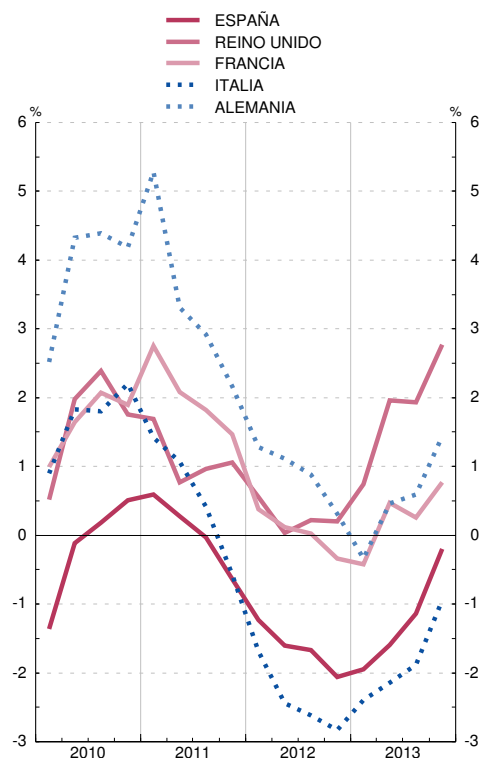
Tasas de variación interanual

	OCDE	UE 28	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
11	2,0	1,7	1,6	3,4	0,1	1,8	2,0	0,6	-0,4	1,1
12	1,5	-0,4	-0,6	0,9	-1,6	2,8	0,0	-2,4	1,4	0,3
13	1,3	0,1	-0,4	0,5	-1,2	1,9	0,3	-1,8	1,5	1,9
10 / IV	3,1	2,4	2,3	4,2	0,5	2,8	1,9	2,2	3,5	1,8
11 /	2,5	2,6	2,7	5,3	0,6	2,0	2,8	1,4	0,1	1,7
II	1,8	1,8	1,8	3,3	0,3	1,9	2,1	1,1	-1,6	0,8
III	1,8	1,5	1,4	2,9	-0,0	1,5	1,8	0,4	-0,5	1,0
IV	1,7	0,8	0,7	2,2	-0,6	2,0	1,5	-0,6	0,3	1,1
12 /	2,1	0,1	-0,2	1,3	-1,2	3,3	0,4	-1,7	3,1	0,6
II	1,8	-0,3	-0,5	1,1	-1,6	2,8	0,1	-2,4	3,2	0,0
III	1,4	-0,5	-0,7	0,9	-1,7	3,1	0,0	-2,6	-0,2	0,2
IV	0,8	-0,7	-1,0	0,3	-2,1	2,0	-0,3	-2,8	-0,3	0,2
13 /	0,6	-0,7	-1,2	-0,3	-1,9	1,3	-0,4	-2,4	-0,1	0,7
II	1,1	-0,1	-0,6	0,5	-1,6	1,6	0,5	-2,1	1,3	2,0
III	1,5	0,2	-0,3	0,6	-1,1	2,0	0,3	-1,9	2,4	1,9
IV	2,0	1,1	0,5	1,4	-0,2	2,6	0,8	-0,9	2,5	2,8

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

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

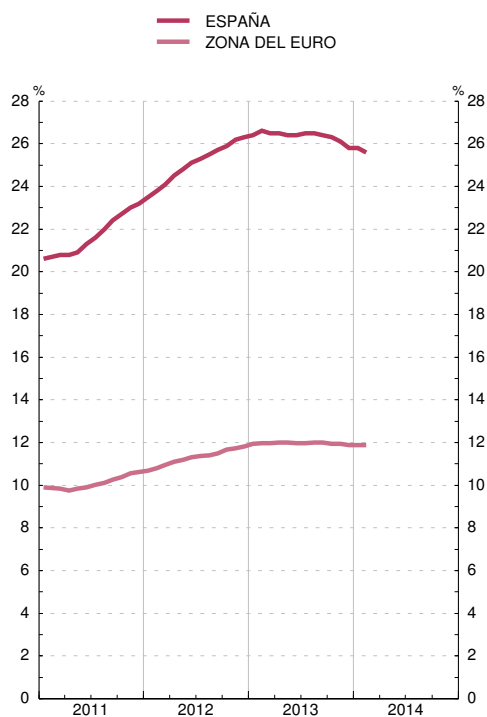
2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

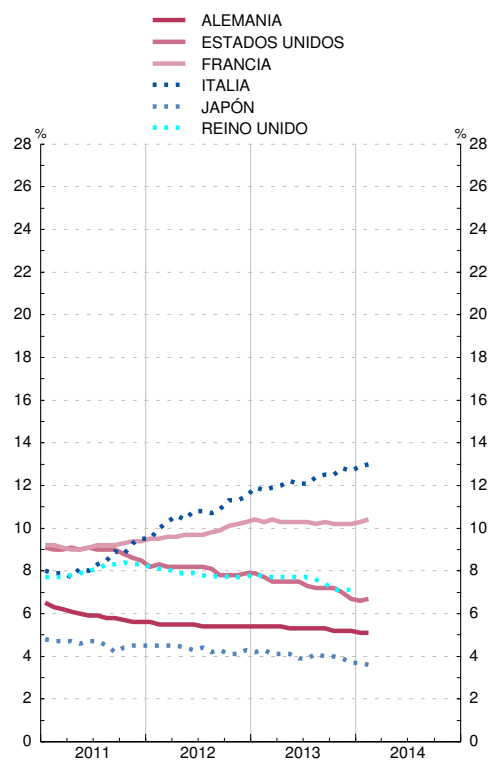
Porcentajes

	OCDE	UE 27	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
11	7,9	9,6	10,1	5,9	21,7	8,9	9,2	8,4	4,6	8,0
12	7,9	10,4	11,3	5,5	25,1	8,1	9,8	10,7	4,3	7,9
13	7,9	10,8	12,0	5,3	26,4	7,3	10,3	12,2	4,0	7,5
12 Sep	7,9	10,6	11,5	5,4	25,7	7,8	9,9	10,9	4,3	7,8
Oct	7,9	10,7	11,7	5,4	25,9	7,8	10,1	11,3	4,1	7,7
Nov	8,0	10,7	11,7	5,4	26,2	7,8	10,2	11,3	4,1	7,7
Dic	8,0	10,8	11,8	5,4	26,3	7,9	10,3	11,5	4,3	7,7
13 Ene	8,1	10,9	11,9	5,4	26,4	7,9	10,4	11,9	4,2	7,9
Feb	8,0	10,9	12,0	5,4	26,6	7,7	10,3	11,8	4,3	7,7
Mar	8,0	10,9	12,0	5,4	26,5	7,5	10,4	11,9	4,1	7,7
Abr	8,0	10,9	12,0	5,4	26,5	7,5	10,3	12,0	4,1	7,7
May	8,0	10,9	12,0	5,3	26,4	7,5	10,3	12,2	4,1	7,7
Jun	7,9	10,9	12,0	5,3	26,4	7,5	10,3	12,1	3,9	7,7
Jul	7,9	10,9	12,0	5,3	26,5	7,3	10,3	12,1	3,9	7,7
Ago	7,9	10,8	12,0	5,3	26,5	7,2	10,2	12,4	4,1	7,6
Sep	7,8	10,8	12,0	5,3	26,4	7,2	10,3	12,5	4,0	7,4
Oct	7,8	10,7	11,9	5,2	26,3	7,2	10,2	12,5	4,0	7,1
Nov	7,7	10,7	11,9	5,2	26,1	7,0	10,2	12,8	3,9	7,1
Dic	7,6	10,7	11,9	5,2	25,8	6,7	10,2	12,7	3,7	7,1
14 Ene	7,5	10,7	11,9	5,1	25,8	6,6	10,3	12,9	3,7	...
Feb	7,6	10,6	11,9	5,1	25,6	6,7	10,4	13,0	3,6	...

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTE: OCDE.

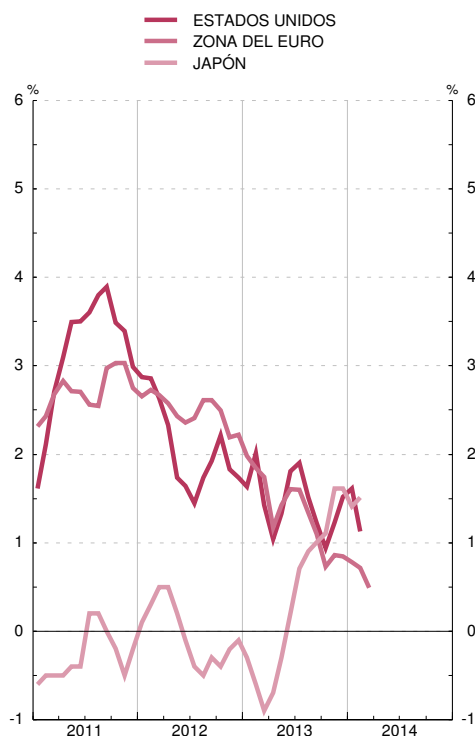
2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ Serie representada gráficamente.

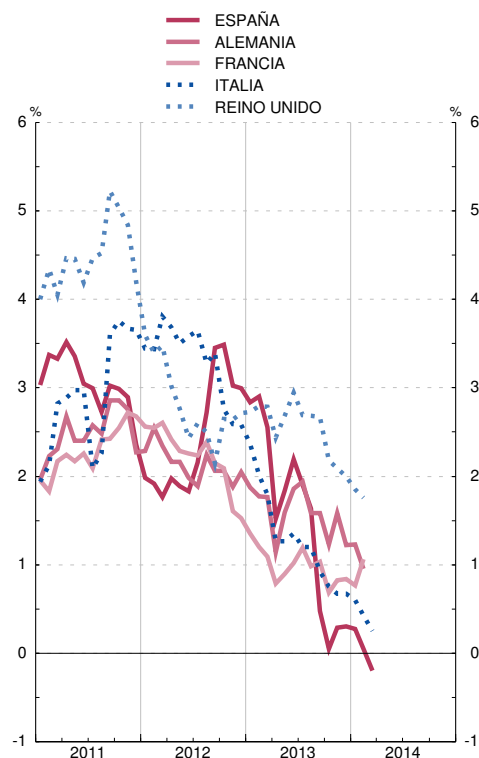
Tasas de variación interanual

	OCDE	UE 27	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
11	2,9	3,1	2,7	2,5	3,1	3,1	2,3	2,9	-0,3	4,5
12	2,2	2,6	2,5	2,1	2,4	2,1	2,2	3,3	-0,0	2,8
13	1,6	1,5	1,4	1,6	1,5	1,5	1,0	1,3	0,4	2,6
12	2,2	2,6	2,5	2,1	3,5	2,2	2,1	2,8	-0,4	2,6
Oct	1,9	2,4	2,2	1,9	3,0	1,8	1,6	2,6	-0,2	2,6
Nov	1,9	2,3	2,2	2,0	3,0	1,7	1,5	2,6	-0,1	2,7
Dic	1,9	2,3	2,2	2,0	3,0	1,7	1,5	2,6	-0,1	2,7
13	1,8	2,1	2,0	1,9	2,8	1,6	1,4	2,4	-0,3	2,7
Ene	1,8	2,0	1,8	1,8	2,9	2,0	1,2	2,0	-0,6	2,8
Feb	1,6	1,9	1,7	1,8	2,6	1,4	1,1	1,8	-0,9	2,8
Mar	1,3	1,4	1,2	1,1	1,5	1,0	0,8	1,3	-0,7	2,4
Abr	1,5	1,6	1,4	1,6	1,8	1,3	0,9	1,3	-0,3	2,7
May	1,8	1,7	1,6	1,9	2,2	1,8	1,0	1,4	0,2	2,9
Jun	2,0	1,7	1,6	1,9	1,9	1,9	1,2	1,2	0,7	2,7
Jul	1,7	1,5	1,3	1,6	1,6	1,5	1,0	1,2	0,9	2,7
Ago	1,4	1,3	1,1	1,6	0,5	1,2	1,0	0,9	1,0	2,7
Sep	1,3	0,9	0,7	1,2	0,0	0,9	0,7	0,8	1,1	2,2
Oct	1,5	1,0	0,9	1,6	0,3	1,2	0,8	0,7	1,6	2,1
Nov	1,6	1,0	0,8	1,2	0,3	1,5	0,8	0,7	1,6	2,0
Dic	1,6	1,0	0,8	1,2	0,3	1,5	0,8	0,7	1,6	2,0
14	1,6	0,9	0,8	1,2	0,3	1,6	0,8	0,6	1,4	1,8
Ene	1,4	0,8	0,7	1,0	0,1	1,1	1,1	0,4	1,5	1,8
Feb	...	...	0,5	...	-0,2	...	...	0,3	...	...
Mar	...	...	0,5	...	-0,2	...	...	0,3	...	...

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.

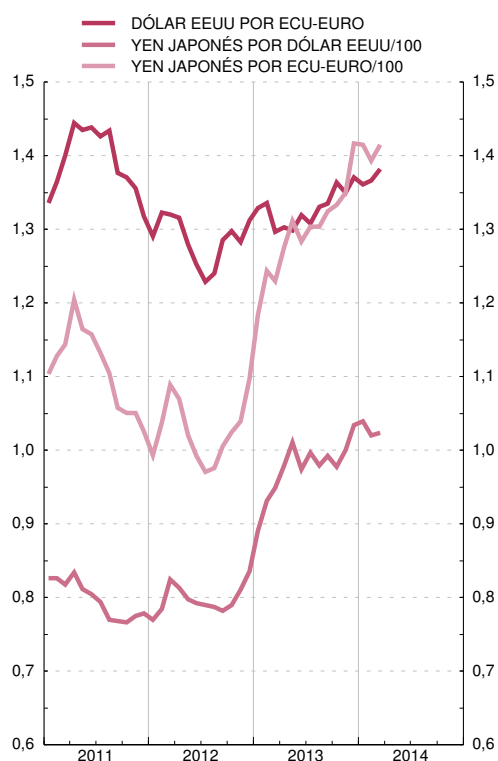
2.4. TIPOS DE CAMBIO BILATERALES E ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL Y REAL DEL EURO, DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y DEL YEN JAPONÉS

■ Serie representada gráficamente.

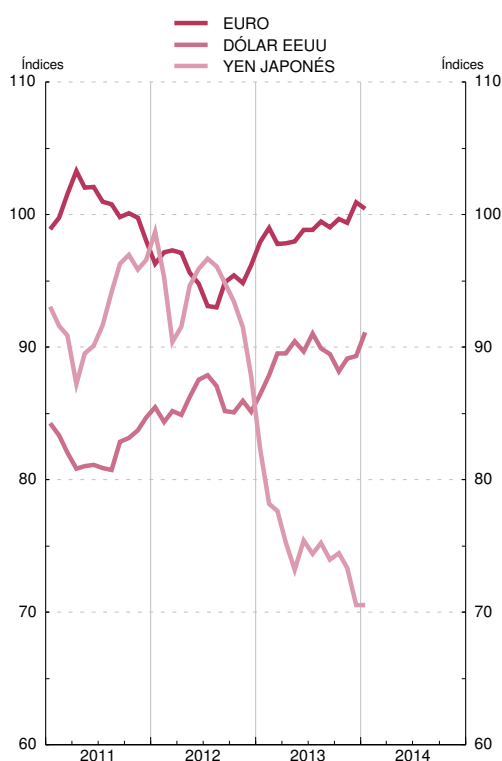
Media de cifras diarias

	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	
11	1,3918	111,00	79,74	103,4	74,0	127,5	100,7	82,4	92,8	97,4	90,1	88,8
12	1,2854	102,61	79,81	97,9	76,8	131,7	95,6	85,8	93,9	93,1	94,5	88,5
13	1,3281	129,69	97,64	101,7	79,5	106,8	98,9	89,2	75,3	96,5	98,0	71,9
13 E-M	1,3198	121,83	92,32	100,7	78,3	112,7	98,3	87,9	79,4	95,9	96,4	75,5
14 E-M	1,3698	140,81	102,80	103,9	80,6	100,1	100,8	91,1	70,5	98,0	99,2	67,6
13 Ene	1,3288	118,34	89,05	100,4	77,0	116,2	98,0	86,4	82,3	95,7	94,5	77,9
Feb	1,3359	124,40	93,12	101,6	78,1	111,1	99,1	87,9	78,2	96,7	96,4	74,2
Mar	1,2964	122,99	94,87	100,2	79,8	110,7	97,9	89,5	77,6	95,3	98,3	74,2
Abr	1,3026	127,54	97,90	100,5	79,9	106,9	97,9	89,5	75,2	95,5	98,7	72,0
May	1,2982	131,13	101,02	100,5	80,7	104,1	98,0	90,4	73,2	95,6	99,8	70,1
Jun	1,3189	128,40	97,37	101,6	79,8	107,4	98,9	89,7	75,4	96,4	98,6	72,3
Jul	1,3080	130,39	99,70	101,5	80,9	105,6	98,9	91,0	74,4	96,4	99,7	71,0
Ago	1,3310	130,34	97,93	102,2	79,9	106,6	99,5	89,9	75,2	96,9	98,6	71,7
Sep	1,3348	132,41	99,20	102,0	79,7	104,8	99,1	89,5	74,0	96,8	98,2	70,6
Oct	1,3635	133,32	97,78	102,8	78,7	105,1	99,7	88,2	74,4	97,5	97,0	71,2
Nov	1,3493	134,97	100,03	102,6	79,7	103,4	99,5	89,1	73,4	97,2	97,7	70,2
Dic	1,3704	141,68	103,39	103,9	79,9	99,5	100,7	89,3	70,5	98,3	98,0	67,6
14 Ene	1,3610	141,47	103,94	103,4	80,9	99,4	100,3	91,1	70,5	97,7	99,2	67,6
Feb	1,3659	139,35	102,02	103,6	80,7	101,0	100,5	...	...	97,7	...	...
Mar	1,3823	141,48	102,35	104,6	80,3	100,1	101,5	...	...	98,7	...	...

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), (2004-2006) y (2007-2009) 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.

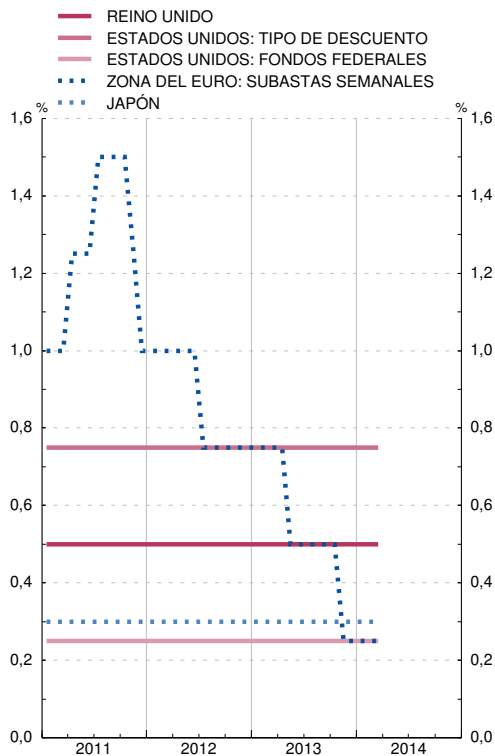
2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

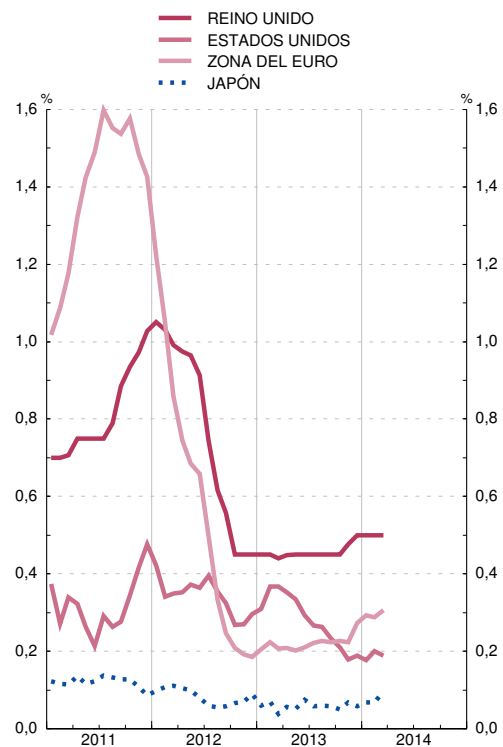
Porcentajes

	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)												
11	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	1,02	1,32	1,39	-	1,34	0,32	-	-	0,12	0,81
12	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,76	0,63	0,57	-	1,06	0,34	-	-	0,08	0,76
13	0,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,53	0,29	0,22	-	1,07	0,28	-	-	0,06	0,46
12 Oct	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,60	0,27	0,21	-	-	0,27	-	-	0,07	0,45
Nov	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,59	0,25	0,19	-	-	0,27	-	-	0,07	0,45
Dic	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,52	0,24	0,19	-	-	0,30	-	-	0,09	0,45
13 Ene	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,56	0,26	0,20	-	-	0,31	-	-	0,06	0,45
Feb	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,59	0,27	0,22	-	-	0,37	-	-	0,07	0,45
Mar	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,58	0,26	0,21	-	-	0,37	-	-	0,04	0,44
Abr	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,56	0,26	0,21	-	-	0,35	-	-	0,06	0,45
May	0,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,58	0,38	0,20	-	1,75	0,33	-	-	0,05	0,45
Jun	0,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,52	0,26	0,21	-	-	0,29	-	-	0,08	0,45
Jul	0,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,52	0,27	0,22	-	0,22	0,27	-	-	0,06	0,45
Ago	0,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,55	0,36	0,23	-	1,25	0,26	-	-	0,06	0,45
Sep	0,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,50	0,27	0,22	-	-	0,23	-	-	0,06	0,45
Oct	0,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,49	0,27	0,23	-	-	0,21	-	-	0,05	0,45
Nov	0,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,48	0,27	0,22	-	-	0,18	-	-	0,07	0,48
Dic	0,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,48	0,31	0,27	-	-	0,19	-	-	0,06	0,50
14 Ene	0,25	0,75	0,25	0,30	0,50	-	-	0,29	-	-	0,18	-	-	0,07	0,50
Feb	0,25	0,75	0,25	0,30	0,50	-	-	0,29	-	0,70	0,20	-	-	0,07	0,50
Mar	0,25	0,75	0,25	0,30	0,50	-	-	0,31	-	-	0,19	-	-	0,10	0,50

TIPOS DE INTERVENCIÓN



TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

a. Operaciones principales de financiación.

b. Desde enero de 2003, primary credit rate.

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

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

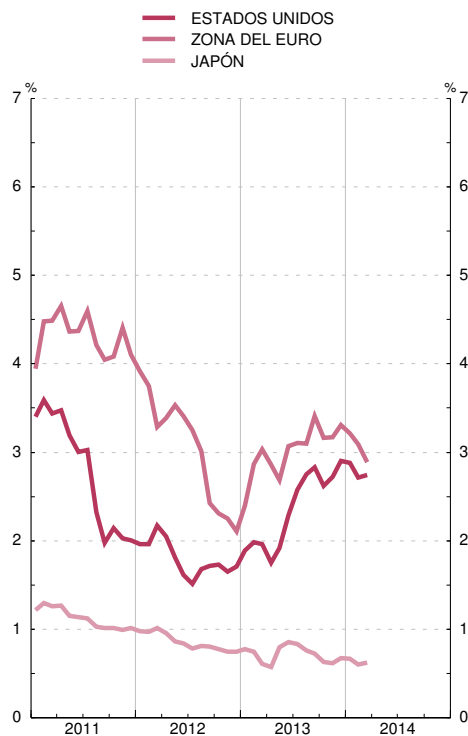
2.6. RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

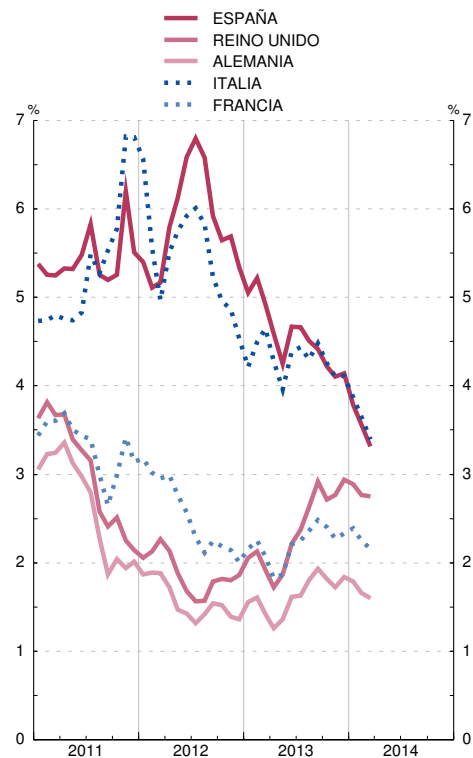
Porcentajes

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
11	3,15	4,02	4,31	2,66	5,44	2,80	3,32	5,36	1,12	3,04
12	2,35	3,43	3,05	1,57	5,85	1,80	2,53	5,47	0,86	1,88
13	2,44	2,83	3,01	1,63	4,56	2,35	2,21	4,30	0,72	2,36
12										
Oct	2,17	3,08	2,31	1,52	5,65	1,73	2,18	4,96	0,78	1,82
Nov	2,10	2,99	2,25	1,39	5,69	1,65	2,14	4,86	0,74	1,80
Dic	2,07	2,79	2,10	1,36	5,34	1,71	2,00	4,54	0,75	1,86
13										
Ene	2,20	2,78	2,40	1,56	5,05	1,89	2,16	4,22	0,78	2,05
Feb	2,27	2,89	2,86	1,61	5,22	1,98	2,25	4,50	0,75	2,13
Mar	2,19	2,76	3,03	1,42	4,92	1,96	2,07	4,65	0,61	1,92
Abr	2,01	2,55	2,86	1,26	4,59	1,75	1,82	4,28	0,57	1,72
May	2,08	2,47	2,69	1,36	4,25	1,92	1,87	3,96	0,80	1,87
Jun	2,42	2,83	3,07	1,62	4,67	2,29	2,21	4,39	0,85	2,22
Jul	2,59	2,90	3,10	1,63	4,66	2,58	2,25	4,44	0,83	2,37
Ago	2,70	2,97	3,10	1,80	4,51	2,75	2,36	4,30	0,76	2,63
Sep	2,79	3,12	3,41	1,93	4,42	2,83	2,48	4,48	0,73	2,91
Oct	2,61	2,93	3,16	1,81	4,22	2,62	2,40	4,26	0,63	2,71
Nov	2,63	2,83	3,17	1,72	4,11	2,72	2,27	4,10	0,61	2,77
Dic	2,75	2,91	3,31	1,84	4,14	2,90	2,33	4,11	0,67	2,94
14										
Ene	...	...	3,21	1,79	3,78	2,88	2,39	3,87	0,67	2,89
Feb	...	...	3,09	1,66	3,56	2,72	2,25	3,65	0,60	2,76
Mar	...	...	2,89	1,60	3,31	2,74	2,16	3,39	0,62	2,75

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.

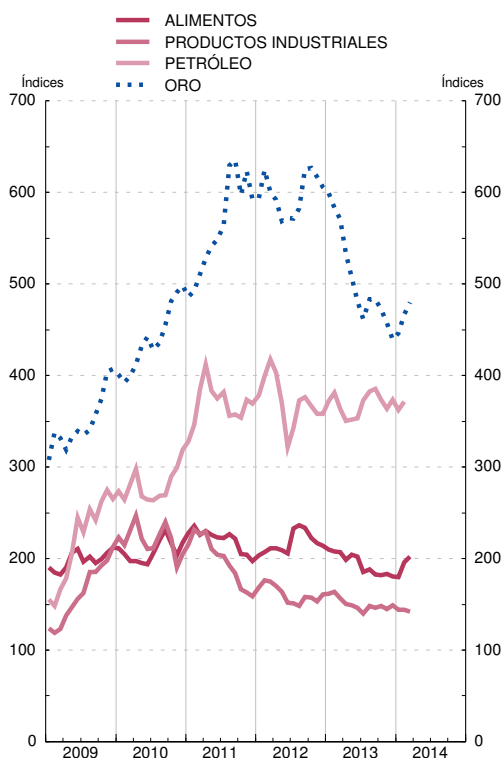
Base 2000 = 100

	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	
09	120,8	182,3	198,0	162,2	136,0	176,4	219,2	61,7	348,8	973,0	22,42
10	158,6	213,1	207,9	220,2	211,2	225,9	280,0	79,9	439,2	1 225,3	29,76
11	187,3	209,6	220,3	198,5	239,6	180,9	368,4	112,2	562,6	1 569,5	36,29
12	183,8	189,6	217,0	161,1	171,7	156,6	371,8	112,4	598,0	1 668,3	41,73
13	161,1	172,8	194,2	150,2	161,2	145,5	368,6	109,6	505,4	1 409,8	34,16
13 E-M	174,1	184,7	208,0	160,5	167,9	157,4	372,0	113,5	584,5	1 630,6	39,73
14 E-M	152,5	168,4	192,3	143,4	153,4	139,2	...	109,2	464,0	1 294,5	30,35
13 Feb	173,2	186,1	207,5	163,8	169,2	161,5	381,3	117,4	583,4	1 627,6	39,19
Mar	175,0	182,3	206,8	156,9	167,9	152,2	363,4	109,6	571,0	1 592,9	39,53
Abr	167,3	175,0	198,9	150,2	163,2	144,7	350,1	103,7	532,6	1 485,9	36,65
May	169,6	177,2	204,2	149,2	164,2	142,8	351,9	103,3	506,7	1 413,5	35,00
Jun	164,5	174,7	202,3	146,1	159,8	140,2	353,3	103,2	481,2	1 342,4	32,74
Jul	153,2	163,3	185,6	140,2	153,5	134,5	372,6	108,6	461,2	1 286,7	31,63
Ago	156,5	168,6	188,4	148,0	157,1	144,1	382,7	113,0	482,9	1 347,1	32,57
Sep	151,6	164,5	182,3	146,0	159,6	140,2	385,3	113,6	483,5	1 348,8	32,51
Oct	149,4	165,4	181,7	148,5	157,6	144,6	373,5	110,0	471,8	1 316,2	31,01
Nov	150,7	166,4	183,5	144,5	156,9	139,2	363,3	108,2	457,3	1 275,8	30,40
Dic	148,9	165,0	180,6	148,8	159,1	144,4	373,6	111,3	439,3	1 225,4	28,65
14 Ene	147,7	162,3	180,0	143,9	152,0	140,4	362,2	109,3	446,2	1 244,8	29,39
Feb	154,3	170,4	195,5	144,3	152,8	140,7	371,3	110,0	466,4	1 301,0	30,61
Mar	155,7	172,6	201,8	142,2	155,4	136,6	...	108,3	479,7	1 338,3	31,06

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 período 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.

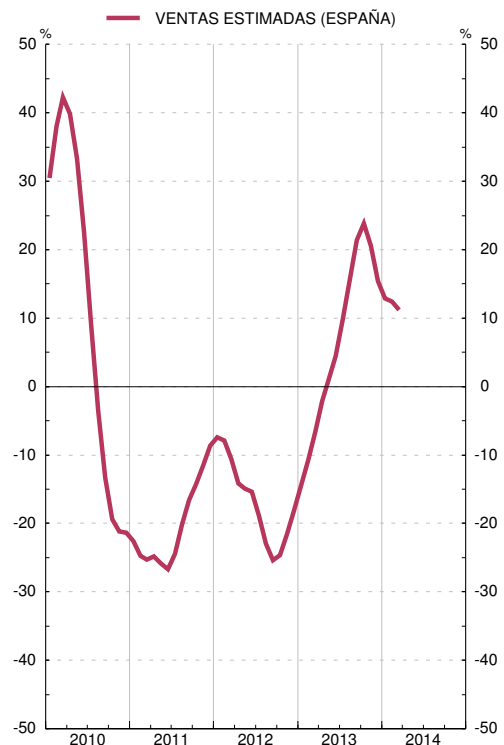
Saldos, tasas de variación interanual e índices

	Encuestas de opinión(a) (Saldos en % corregidos de variaciones estacionales)						Matriculaciones y ventas de automóviles (Tasas de variación interanual)			Índices de comercio al por menor (Base 2010=100, CNAE 2009) (Índices deflactados)							
	Consumidores			Indica- dor de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		Matricu- laciones	Ventas estimadas	Pro memoria: Matricu- laciones en zona euro	Índice general de co- mercio mino- rista	Índice general sin estaciones de servicio						
	Indica- dor de confianza	Situación econó- mica general: tenden- cia pre- vis- ta	Situación econó- mica hogar: tenden- cia pre- vis- ta		Indica- dor de confianza del comercio minorista	Indica- dor de confianza comer- cio mino- rista					Total	Del cual Alimen- tación	Grandes super- ficies	Grandes cade- nas	Peque- ñas cade- nas	Empre- sas unilo- cali- zadas	Pro memoria: zona del euro (Tasa de variación interanual corregida de efec- tos ca- lendaria)
				1			2	3	4	5								6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
11	-17,1	-13,8	-6,7	-19,8	-14,6	-5,5	-18,3	-17,7	-0,6	94,2	94,4	97,2	92,8	99,2	92,8	93,0	-0,5
12	-31,6	-30,7	-18,0	-21,4	-22,3	-15,2	-12,7	-13,4	-11,3	87,6	88,0	94,4	84,6	97,1	84,9	84,3	-1,4
13	-25,3	-19,3	-12,1	-10,1	-18,7	-12,5	3,9	3,3	-3,9	84,2	84,6	91,5	80,9	96,7	80,8	79,7	-0,7
13 E-M	-32,6	-28,6	-16,7	-17,9	-23,5	-16,2	-10,7	-11,5	-11,2	80,4	80,7	85,6	77,7	90,8	77,5	76,6	-1,9
14 E-M	-11,8	2,1	-4,1	5,1	-11,2	-3,0	16,9	11,8	...	...	...	...	...	...	...	...	...
13 Abr	-28,9	-24,8	-15,0	-13,6	-22,1	-18,4	11,3	10,8	-6,7	80,8	80,9	89,7	71,5	93,1	77,2	78,5	-1,4
May	-31,6	-31,3	-15,8	-18,5	-21,7	-16,7	-2,9	-2,6	-8,0	83,2	83,2	91,7	74,1	94,6	79,4	81,2	-0,1
Jun	-25,7	-23,3	-14,8	-12,5	-18,7	-14,5	0,1	-0,7	-7,0	83,3	83,6	91,0	76,6	95,1	79,6	80,6	-1,4
Jul	-22,7	-18,1	-10,4	-9,3	-17,3	-13,9	16,0	14,9	-0,4	93,1	93,9	96,4	91,7	107,5	91,3	87,0	-0,8
Ago	-21,2	-14,7	-9,1	-6,5	-15,5	-10,5	-18,0	-18,3	-4,3	84,4	84,6	95,4	81,8	101,9	80,0	76,0	-0,3
Sep	-17,5	-9,6	-6,7	-5,3	-14,8	-6,8	28,1	28,5	-2,4	81,0	81,5	88,2	75,4	92,6	76,9	78,6	-0,1
Oct	-20,6	-9,7	-8,9	-5,0	-14,4	-7,7	33,8	34,4	4,2	83,6	83,8	92,9	73,8	98,0	79,6	80,4	-0,4
Nov	-20,5	-9,2	-7,6	-2,6	-15,3	-7,7	15,9	15,1	4,8	81,6	81,7	89,8	78,8	93,8	77,6	76,6	1,7
Dic	-17,1	-4,8	-7,2	5,5	-13,5	-5,0	19,6	18,2	6,9	97,7	99,5	106,2	113,7	111,2	95,4	87,2	-0,3
14 Ene	-12,5	0,6	-5,3	6,6	-11,7	-3,4	23,4	7,6	5,4	87,0	88,1	85,7	92,6	97,1	86,0	80,7	1,4
Feb	-14,7	0,9	-5,1	1,1	-12,7	-3,0	18,7	17,8	5,9	74,0	74,2	80,6	69,1	82,7	70,7	71,5	...
Mar	-8,3	4,7	-2,0	7,5	-9,3	-2,6	10,9	10,0	...	...	...	...	...	...	...	...	...

INDICADOR DE CONFIANZA CONSUMIDORES
Saldos, corregidos de variaciones estacionales



VENTAS DE AUTOMÓVILES
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

a. Información adicional disponible en http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/surveys/index_en.htm

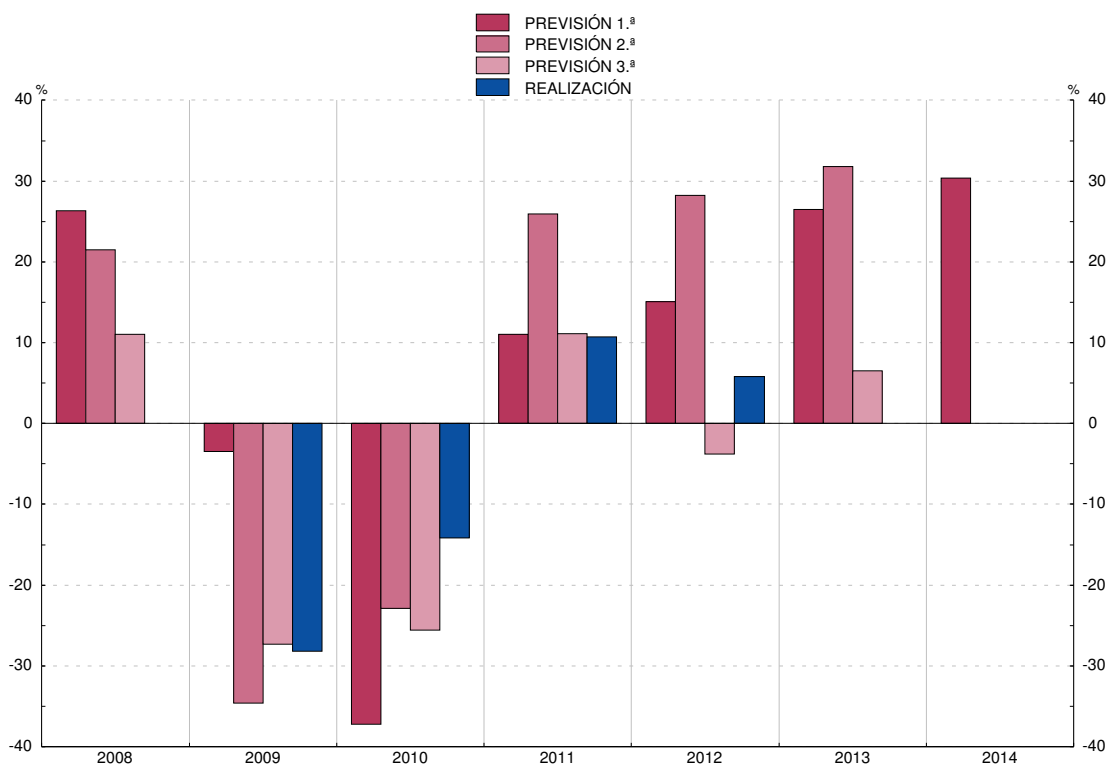
3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	1	2	3	4	
	Realización	Previsión 1. ^a	Previsión 2. ^a	Previsión 3. ^a	
08					
09		-	26	22	11
10		-28	-4	-35	-27
11		-14	11	-23	-26
12		11	15	26	11
13		6	27	28	-4
14		...	30	32	7
	

INVERSIÓN INDUSTRIAL Tasas de variación anuales



FUENTE: Ministerio de Industria, Energía y Turismo.

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

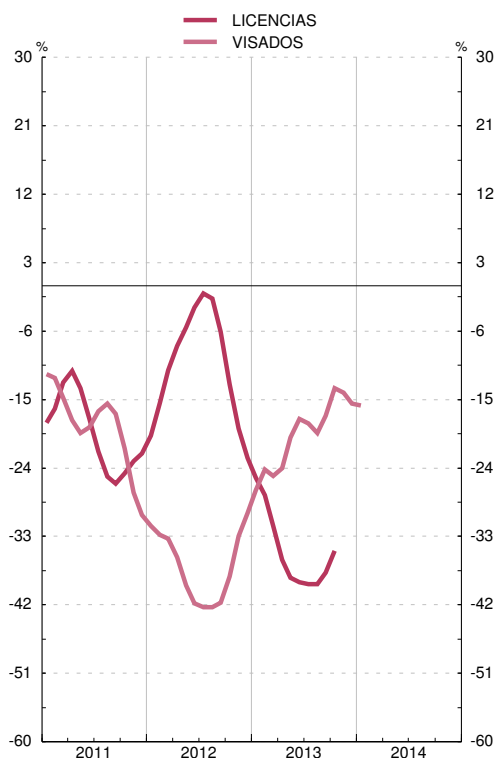
3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

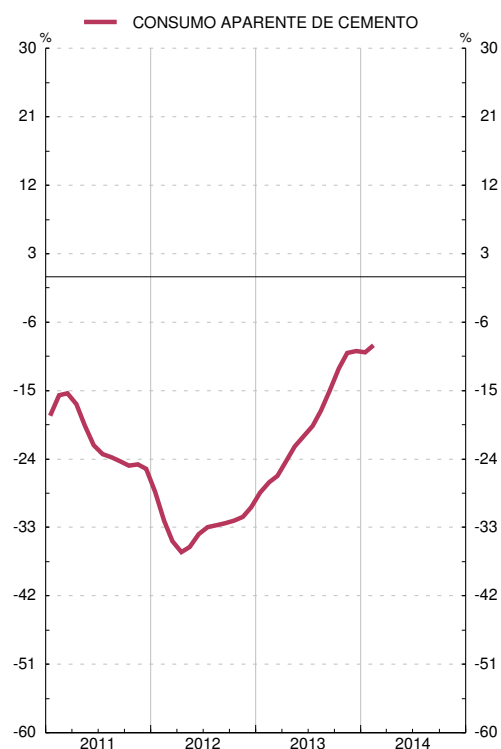
Tasas de variación interanual

		Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)						Consumo aparente de cemento	
		Total	De la cual		No residencial	Total	De la cual		Total			Ingeniería civil			
			Residencial	Vivienda			En el mes	Acumulada en el año	Edificación						
									Residencial	Vivienda	No residencial				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
11		-16,4	-17,5	-16,6	-13,9	-18,6	-13,2	-46,4	-46,4	-57,6	-54,0	-51,0	-58,5	-39,7	-16,4
12	P	-19,6	-24,0	-23,3	-10,0	-37,2	-39,9	-48,9	-48,9	-48,7	-68,4	-62,4	-43,8	-49,0	-33,5
13	P	...	...	...	...	-18,6	-20,9	17,3	17,3	-2,8	41,5	55,6	-9,1	25,8	-19,3
13 E-F	P	-21,2	-38,1	-37,9	23,3	-13,1	-17,9	-31,2	-31,2	-45,9	204,3	250,6	-57,7	-25,7	-24,0
14 E-F	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-11,8
12 Nov	P	-24,9	-13,2	-11,8	-48,9	-17,6	-31,0	-69,5	-49,4	-39,6	-80,8	-68,5	-33,3	-74,9	-33,1
12 Dic	P	-24,4	-39,9	-40,8	36,6	-35,3	-48,5	-39,4	-48,9	16,8	29,4	65,2	15,2	-65,9	-35,4
13 Ene	P	-35,1	-53,6	-52,6	24,9	-32,8	-26,9	7,2	7,2	-26,3	77,2	68,3	-34,9	28,8	-22,3
13 Feb	P	-8,9	-23,0	-23,5	22,2	7,6	-9,5	-44,8	-31,2	-57,7	430,5	471,9	-70,6	-40,9	-25,6
13 Mar	P	-31,2	-38,9	-40,8	-16,2	-45,3	-46,0	37,5	-17,3	8,9	-57,7	-29,8	32,2	56,6	-39,8
13 Abr	P	-43,5	-53,8	-56,0	-30,8	-20,3	-25,9	3,0	-13,5	26,9	30,9	35,4	26,5	-9,1	-13,0
13 May	P	-45,6	-44,3	-47,4	-47,2	-18,3	-26,9	-67,1	-34,6	-20,6	287,7	137,0	-43,8	-74,4	-20,4
13 Jun	P	-9,8	-22,5	-47,3	25,3	-14,1	-17,3	8,0	-29,7	-41,5	116,5	41,6	-54,6	35,8	-24,1
13 Jul	P	-35,1	-41,5	-47,6	-24,6	-11,6	2,2	92,5	-17,6	10,3	-61,2	-83,7	42,1	129,7	-17,2
13 Ago	P	5,6	-56,8	-52,8	88,4	-30,1	-36,2	77,8	-8,4	-2,3	-19,9	-90,6	0,5	119,1	-23,4
13 Sep	P	-42,5	-44,6	-49,3	-39,1	-23,9	-25,4	27,5	-6,0	18,3	-58,8	438,5	43,0	33,8	-9,1
13 Oct	P	-29,0	-36,0	-39,3	-16,5	12,3	-9,7	58,2	-1,7	47,7	-26,0	-43,1	55,7	62,3	-14,3
13 Nov	P	...	...	...	...	-23,0	-20,3	103,1	4,4	42,6	641,2	764,0	16,3	129,0	-5,7
13 Dic	P	...	...	...	...	-18,3	-3,5	236,7	17,3	22,5	188,6	270,1	-1,7	584,4	-7,0
14 Ene	P	...	...	...	...	-2,3	-16,1	166,8	166,8	20,4	40,2	88,6	15,9	221,1	-13,6
14 Feb	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-9,8

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



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



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

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

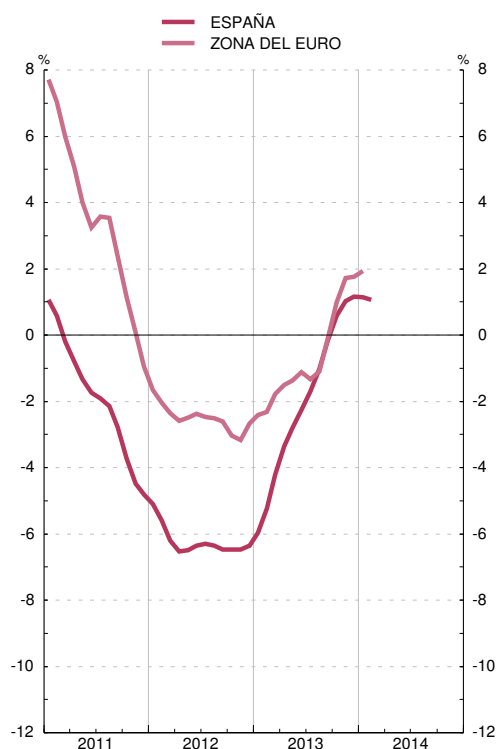
3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

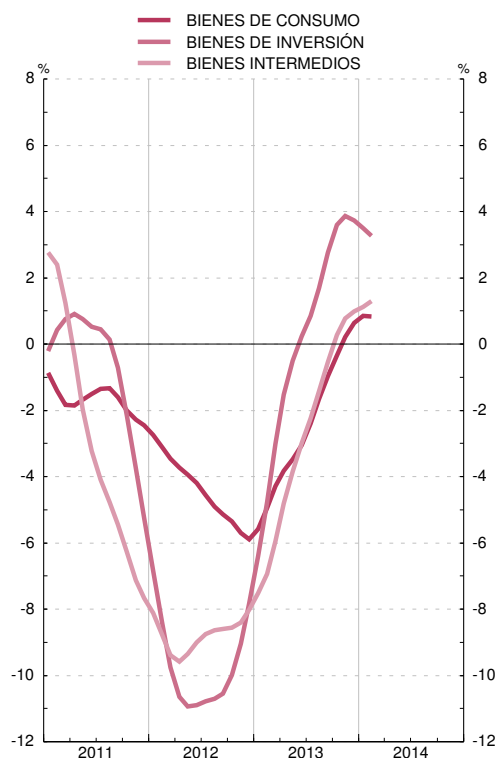
Tasas de variación interanual

		Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad (CNAE 2009)			Pro memoria: zona del euro				
		Total		Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Energía	Extractivas	Manufacturadoras	Suministro de energía eléctrica y gas	Del cual		Por destino económico de los bienes		
		Serie original	1 T ₁₂								Total	Manufacturas	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes Intermedios
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
11	MP	98,0	-2,0	-2,0	0,1	-2,7	-2,8	-18,7	-1,6	-3,7	3,4	4,7	1,0	8,4	4,1
12	MP	91,8	-6,4	-4,8	-11,0	-8,9	0,9	-23,6	-7,5	0,1	-2,5	-2,7	-2,4	-1,1	-4,6
13	MP	90,2	-1,7	-2,2	1,2	-2,6	-2,6	-14,3	-1,4	-3,9	-0,7	-0,7	-0,5	-0,5	-1,0
13 E-F	MP	88,7	-6,2	-5,3	-5,6	-7,1	-6,7	-27,5	-5,8	-8,2	-2,6	-2,3	0,0	-3,4	-3,3
14 E-F	MP	90,0	1,5	2,7	3,8	1,7	-2,7	-3,1	2,6	-2,7	...	...	...	...	...
12 Nov	P	91,9	-7,8	-6,4	-10,6	-11,1	-0,6	-24,5	-9,0	-1,2	-4,1	-4,4	-3,0	-4,1	-6,0
Dic	P	80,2	-10,2	-15,3	-12,6	-10,6	0,1	-30,6	-12,2	-1,0	-2,4	-2,7	-0,8	-1,9	-4,9
13 Ene	P	89,8	-3,6	-4,1	-2,6	-3,7	-3,7	-26,1	-3,4	-4,9	-2,4	-2,6	0,5	-3,6	-3,9
Feb	P	87,5	-8,7	-6,5	-8,2	-10,3	-9,8	-28,9	-8,1	-11,5	-2,8	-2,1	-0,4	-3,2	-2,7
Mar	P	88,3	-10,4	-11,7	-8,9	-13,8	-4,1	-44,3	-11,3	-2,6	-1,6	-3,1	-2,3	-3,3	-4,1
Abr	P	91,8	6,2	8,4	12,3	4,6	-0,3	-19,2	8,2	-2,7	-0,8	-0,8	-0,5	0,7	-2,4
May	P	95,1	-3,0	-4,2	-0,3	-3,4	-3,5	-24,1	-2,4	-7,2	-1,9	-2,0	-1,1	-2,3	-2,7
Jun	P	92,0	-4,7	-8,4	-0,1	-4,8	-4,2	13,7	-4,6	-7,3	-0,3	0,0	-0,5	1,4	-1,0
Jul	P	99,7	0,9	0,2	1,7	0,2	2,1	15,4	0,3	1,1	-2,0	-2,1	-1,4	-3,2	-1,5
Ago	P	73,0	-4,4	-3,4	-5,6	-4,5	-4,6	-21,7	-4,4	-6,4	-1,5	-1,4	-2,2	-0,9	-0,8
Sep	P	92,6	3,6	2,9	9,8	2,7	-0,1	-2,4	4,4	-1,7	0,2	0,2	0,6	0,2	0,1
Oct	P	97,5	1,1	-0,5	6,4	1,1	-2,3	-7,4	1,8	-2,9	0,4	0,9	-0,5	1,5	1,5
Nov	P	91,8	-0,1	-1,3	3,6	-0,3	-2,3	-1,9	0,1	-1,8	2,8	3,1	1,4	4,3	3,2
Dic	P	83,5	4,1	4,9	6,9	3,4	1,5	3,7	4,7	1,4	1,2	1,7	-0,2	1,7	3,4
14 Ene	P	89,8	-0,0	2,1	1,3	-0,3	-3,6	-2,2	0,9	-3,1	2,2	3,5	1,5	5,8	3,7
Feb	P	90,3	3,1	3,4	6,3	3,8	-1,7	-4,1	4,3	-2,3	...	...	...	...	...

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



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



FUENTES: INE y BCE.

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

a. España: base 2010 = 100; zona del euro: base 2010 = 100.

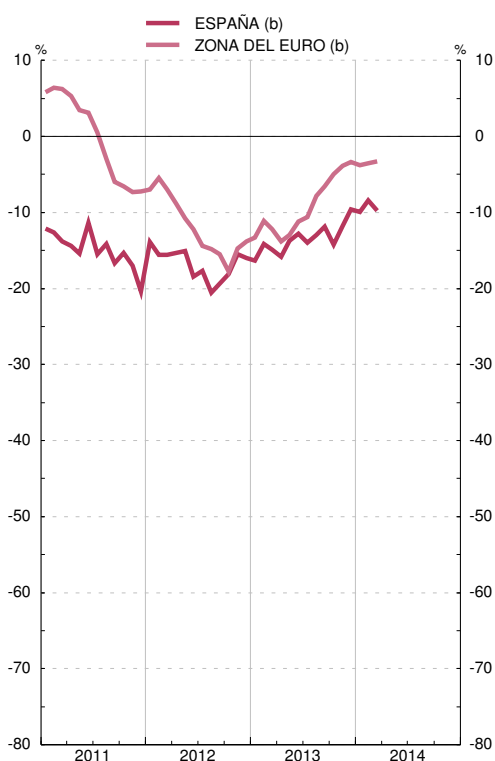
3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA (ECI) Y CONSTRUCCIÓN (ECC). ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)(a)

■ Serie representada gráficamente.

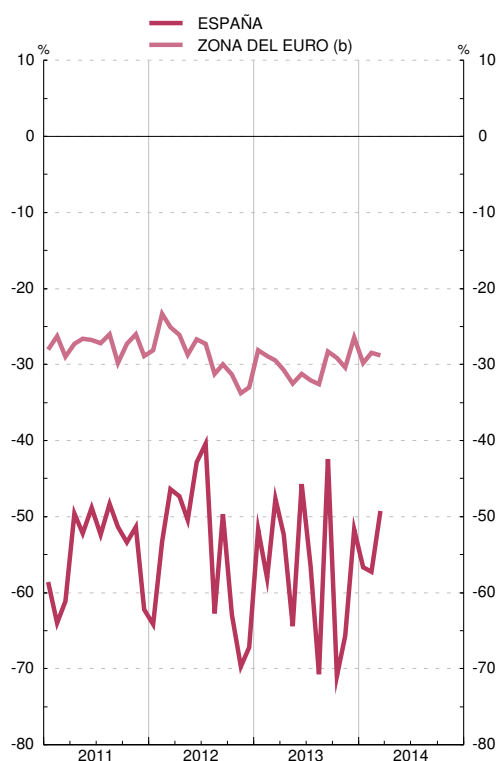
Saldos

		Industria, sin construcción (b)										Construcción				Pro memoria: zona del euro (b)(c)			
		Componentes del ICI			Nivel de producción	Nivel de cartera de pedidos extranjeros	ICI por sectores				Indicador de clima de la construcción (ICC)	Componentes del ICC		Nivel de producción	Tendencia de la producción	Industria, sin construcción		Indicador del clima en la construcción	
		Nivel de cartera de pedidos	Nivel de existencias de productos terminados	Tendencia de la producción			Consumo	Equipo	Intermedios	Otros sectores		Nivel de cartera de pedidos	Tendencia del empleo			Indicador del clima industrial	Nivel de cartera de pedidos		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
11	M	-15	-31	11	-3	-12	-24	-10	-12	-17	-45	-54	-47	-62	-21	-46	0	-7	-27
12	M	-17	-37	9	-4	-20	-26	-10	-15	-22	-15	-55	-50	-60	-23	-44	-12	-25	-29
13	M	-14	-31	9	-0	-10	-21	-9	-14	-17	-6	-57	-57	-56	-27	-39	-9	-26	-30
13	E-M	M	-15	-34	8	-3	-15	-25	-10	-15	-19	-53	-47	-58	-27	-44	-12	-30	-29
14	E-M	M	-9	-20	8	0	-1	-15	-5	-9	-13	-54	-63	-46	-29	-44	-4	-17	-29
12	Dic		-16	-38	9	-1	-23	-29	-13	-12	-23	-67	-56	-78	-19	-71	-14	-31	-33
13	Ene		-16	-38	7	-4	-20	-30	-13	-14	-22	-52	-46	-58	-33	-59	-13	-31	-28
	Feb		-14	-33	8	-2	-11	-20	-7	-16	-17	-58	-52	-65	-23	-49	-11	-28	-29
	Mar		-15	-32	10	-3	-15	-24	-10	-16	-18	-48	-44	-51	-26	-23	-12	-30	-30
	Abr		-16	-33	10	-4	-16	-21	-13	-16	-19	-52	-51	-54	-31	-25	-14	-34	-31
	May		-14	-32	8	-1	-13	-20	-12	-12	-16	-64	-63	-66	-44	-46	-13	-31	-33
	Jun		-13	-31	8	1	-15	-22	-9	-12	-17	-46	-47	-45	-17	-31	-11	-28	-31
	Jul		-14	-31	11	0	-10	-16	-9	-10	-18	-57	-63	-51	-3	-24	-11	-28	-32
	Ago		-13	-28	13	1	-1	-21	-7	-10	-17	-71	-73	-69	-33	-38	-8	-24	-33
	Sep		-12	-28	9	1	-2	-12	-8	-9	-16	-42	-51	-34	-34	-7	-7	-23	-28
	Oct		-14	-30	12	-1	-10	-22	-7	-21	-18	-71	-77	-65	-52	-50	-5	-21	-29
	Nov		-12	-27	12	4	-6	-21	-9	-14	-16	-66	-66	-65	-15	-57	-4	-18	-30
	Dic		-10	-25	5	1	-4	-20	-4	-13	-15	-52	-50	-54	-9	-63	-3	-17	-26
14	Ene		-10	-19	8	-2	-3	-14	-2	-8	-17	-57	-72	-41	-24	-56	-4	-17	-30
	Feb		-8	-20	7	2	-5	-13	-6	-11	-10	-57	-57	-58	-31	-54	-4	-16	-29
	Mar		-10	-21	9	1	4	-17	-8	-9	-13	-49	-59	-39	-32	-23	-3	-17	-29

CLIMA EN LA INDUSTRIA Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN Saldos



FUENTES: Ministerio de Industria, Energía y Turismo y BCE.

a. La metodología de la ECI está disponible en <http://www.minetur.gob.es/es-ES/IndicadoresyEstadisticas/Industria/EncuestaCoyuntura/Documents/metodologiaeci.pdf> y de la ECC en <http://www.minetur.gob.es/es-ES/IndicadoresyEstadisticas/Industria/EncuestaCoyuntura/documents/metodologiaECC.pdf>

b. Corregidos de variaciones estacionales.

c. Hasta abril 2010, CNAE 1993; desde mayo 2010, CNAE 2009.

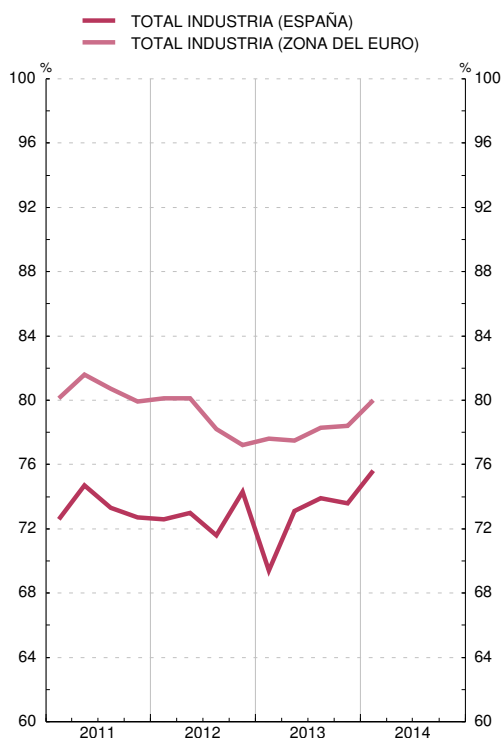
3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL (ECI). UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)(a)

■ Serie representada gráficamente.

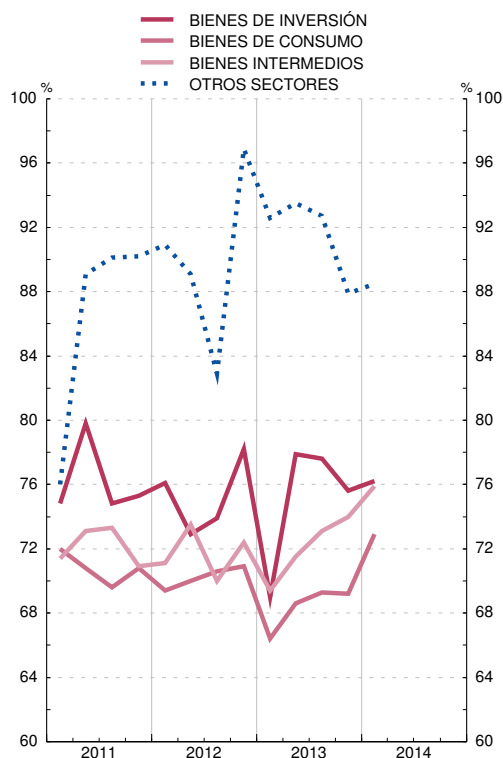
Porcentajes y saldos

	Total industria		Bienes de consumo		Bienes de equipo		Bienes intermedios		Otros sectores (b)		Pro memoria: zona del euro. % de utilización de la capacidad productiva (c)					
	% de utilización de la capacidad productiva instalada		% de utilización de la capacidad productiva instalada		% de utilización de la capacidad productiva instalada		% de utilización de la capacidad productiva instalada		% de utilización de la capacidad productiva instalada							
	Nivel	Tendencia (expectativas)	Nivel	Tendencia (expectativas)	Nivel	Tendencia (expectativas)	Nivel	Tendencia (expectativas)	Nivel	Tendencia (expectativas)						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
11	73,3	73,7	18	70,8	71,8	17	76,2	75,2	16	72,2	72,7	22	86,4	87,6	4	80,6
12	72,9	73,5	21	70,2	71,0	16	75,3	75,7	16	71,8	72,1	30	90,0	93,3	3	78,9
13	72,5	73,2	21	68,4	69,7	17	75,0	75,6	11	72,0	72,5	31	91,7	91,9	0	78,0
13 I-I	69,4	70,6	24	66,4	67,0	15	69,0	71,2	18	69,4	70,5	34	92,6	92,5	-	77,6
14 I-I	75,6	75,7	20	72,9	70,6	16	76,2	77,7	10	75,9	76,5	30	88,5	92,5	1	80,0
11 III	73,3	73,4	20	69,6	70,7	20	74,8	73,5	16	73,3	73,5	23	90,1	90,0	6	80,7
IV	72,7	72,0	21	70,8	71,3	17	75,3	72,6	24	70,9	70,4	23	90,2	90,1	8	79,9
12 I	72,6	73,4	23	69,4	70,3	20	76,1	75,9	15	71,1	72,3	31	90,9	90,9	4	80,1
II	73,0	74,1	22	70,0	70,9	15	72,9	74,0	16	73,5	74,5	31	89,1	92,8	5	80,1
III	71,6	72,3	21	70,6	70,9	16	73,9	75,2	19	70,0	69,8	27	82,9	92,6	1	78,2
IV	74,3	74,1	20	70,9	71,7	13	78,2	77,8	14	72,4	71,6	30	96,9	96,9	1	77,2
13 I	69,4	70,6	24	66,4	67,0	15	69,0	71,2	18	69,4	70,5	34	92,6	92,5	-	77,6
II	73,1	74,4	21	68,6	70,9	18	77,9	78,9	11	71,5	72,6	29	93,5	93,2	1	77,5
III	73,9	73,7	20	69,3	69,5	18	77,6	77,1	5	73,1	72,9	30	92,7	92,9	1	78,3
IV	73,6	74,2	20	69,2	71,5	16	75,6	75,2	10	74,0	74,1	29	87,9	89,0	0	78,4
14 I	75,6	75,7	20	72,9	70,6	16	76,2	77,7	10	75,9	76,5	30	88,5	92,5	1	80,0

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES
Porcentajes



FUENTES: Ministerio de Industria, Energía y Turismo y BCE.

a. La metodología de la ECI está disponible en <http://www.minetur.gob.es/es-ES/IndicadoresyEstadisticas/Industria/EncuestaCoyuntura/Documents/metodologiaeci.pdf>

b. Incluye las industrias extractivas y refino de petróleo, coquerías y combustibles nucleares.

c. Hasta abril 2010, CNAE 1993; desde mayo 2010, CNAE 2009.

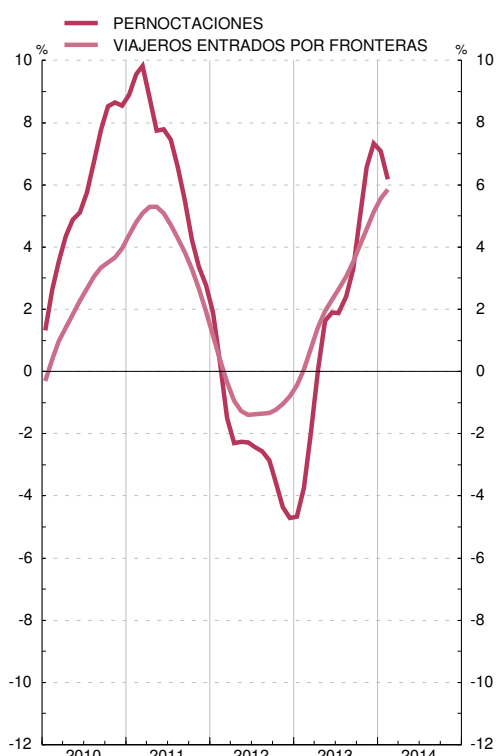
3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

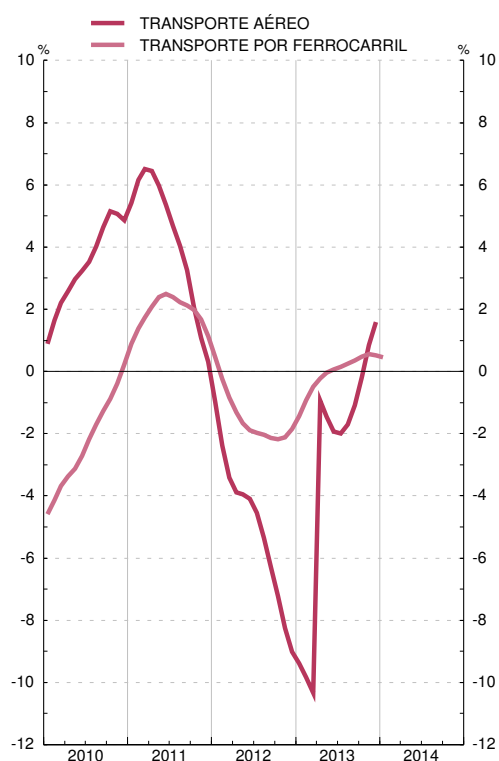
Tasas de variación interanual

	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	
11	3,8	10,2	6,5	12,6	5,8	6,6	4,7	6,1	-0,4	10,5	2,2	-3,4	5,8	2,6	7,9
12	-0,0	0,0	-0,0	0,0	-1,1	2,3	-5,5	-5,0	-12,5	-0,5	-4,9	-0,5	4,1	-1,9	-1,5
13	1,1	3,4	1,9	3,9	2,3	5,5	-2,3	-3,5	-14,0	2,1	-1,3	8,7	-3,2	-0,9	-2,2
13 E-F	-8,3	-2,5	-6,5	-1,1	-3,1	-1,4	-4,8	-9,7	-16,4	-5,1	-4,3	5,9	-7,7	-2,5	0,1
14 E-F	6,5	8,3	6,5	9,4	7,0	11,8	1,7	...	...	...	...	...	...	...	...
12 Nov	-2,7	1,5	-5,6	-0,2	-1,1	0,5	-2,9	-9,9	-21,1	-1,7	-5,3	-1,7	-4,4	-5,0	-3,2
Dic	-5,7	-0,7	-5,0	1,8	-1,2	-1,4	-1,1	-10,3	-18,2	-4,5	-6,2	0,1	-6,4	-3,3	-0,5
13 Ene	-8,4	-3,5	-5,7	-1,4	-4,4	-3,1	-5,7	-9,1	-15,0	-5,2	-1,3	5,5	-5,3	-2,2	5,8
Feb	-8,7	-3,2	-7,5	-1,9	-1,7	0,2	-3,8	-10,2	-17,8	-5,1	-7,3	6,2	-10,2	-2,7	-5,1
Mar	7,0	6,5	8,3	6,8	6,1	7,9	3,9	-5,8	-16,5	1,1	-8,0	21,3	-1,8	-3,7	-15,8
Abr	-11,6	-1,7	-11,0	-1,5	-0,3	3,1	-5,1	-7,8	-16,1	-3,3	4,8	-3,4	-4,7	-2,9	1,8
May	5,2	8,2	7,0	8,3	5,8	7,4	3,0	-1,8	-15,1	5,0	-6,1	9,6	3,2	1,1	-16,9
Jun	1,5	3,9	1,7	4,2	3,2	5,3	-0,7	-3,3	-16,0	2,9	-6,8	7,1	-8,7	0,1	-14,6
Jul	0,1	-0,2	0,5	1,4	1,1	2,9	-1,8	-4,5	-16,5	1,1	-3,6	-0,2	-3,2	-1,4	-3,7
Ago	4,8	5,3	3,5	3,8	2,4	7,1	-3,4	-2,6	-16,0	3,5	8,3	27,9	2,9	2,2	-9,6
Sep	1,3	1,8	2,0	3,0	1,9	4,7	-2,7	-2,8	-14,6	2,5	-5,6	6,0	0,2	-3,2	6,1
Oct	3,0	6,5	4,8	7,0	2,6	6,9	-4,4	-0,6	-10,9	4,2	3,1	-0,5	-2,1	2,9	1,5
Nov	7,0	5,3	8,6	5,9	3,2	9,3	-4,3	3,4	-3,4	7,4	3,9	8,6	-0,8	-0,5	3,4
Dic	7,4	8,4	9,4	11,7	6,8	16,3	-2,2	3,0	-4,9	8,0	3,7	8,3	-7,3	0,6	31,2
14 Ene	6,5	10,7	7,6	11,8	6,0	12,3	-0,8	2,6	-7,3	8,6	6,3	5,9	5,7	0,5	20,1
Feb	6,5	6,1	5,5	7,2	8,0	11,2	4,4	...	...	...	...	...	...	...	...

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 periodos: año 2005; junio 2009-mayo2010; julio 2010-julio 2011.

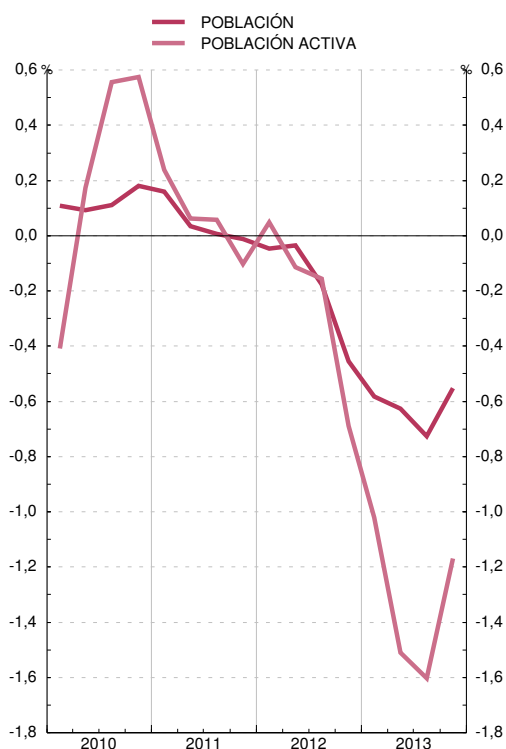
4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

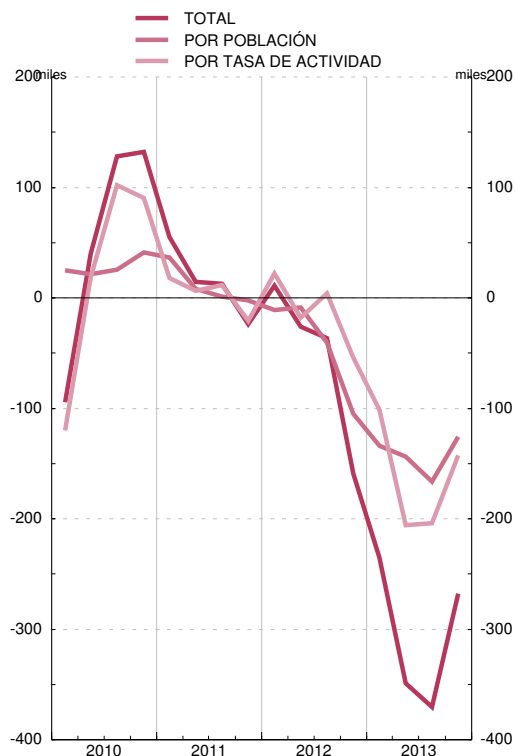
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

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
10	M	38 479	48	0,1	60,00	23 089	51	29	23	0,2
11	M	38 497	18	0,0	60,01	23 104	15	11	4	0,1
12	M	38 429	-69	-0,2	59,99	23 051	-53	-41	-11	-0,2
12 I-IV	M	38 429	-69	-0,2	59,99	23 051	-210	-165	-46	-0,2
13 I-IV	M	38 190	-239	-0,6	59,56	22 745	-1 223	-569	-654	-1,3
11 II		38 481	13	0,0	60,12	23 137	14	8	6	0,1
III		38 488	2	0,0	60,11	23 135	13	1	12	0,1
IV		38 508	-4	-0,0	59,94	23 081	-24	-3	-21	-0,1
12 I		38 494	-18	-0,0	59,94	23 073	11	-11	22	0,0
II		38 467	-14	-0,0	60,08	23 110	-26	-8	-18	-0,1
III		38 420	-68	-0,2	60,12	23 098	-36	-41	4	-0,2
IV		38 333	-175	-0,5	59,80	22 922	-159	-105	-54	-0,7
13 I		38 270	-224	-0,6	59,68	22 837	-235	-134	-102	-1,0
II		38 226	-241	-0,6	59,54	22 761	-349	-143	-206	-1,5
III		38 141	-279	-0,7	59,59	22 728	-370	-166	-204	-1,6
IV		38 122	-211	-0,6	59,43	22 655	-268	-126	-142	-1,2

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA
Variaciones interanuales



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

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

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.

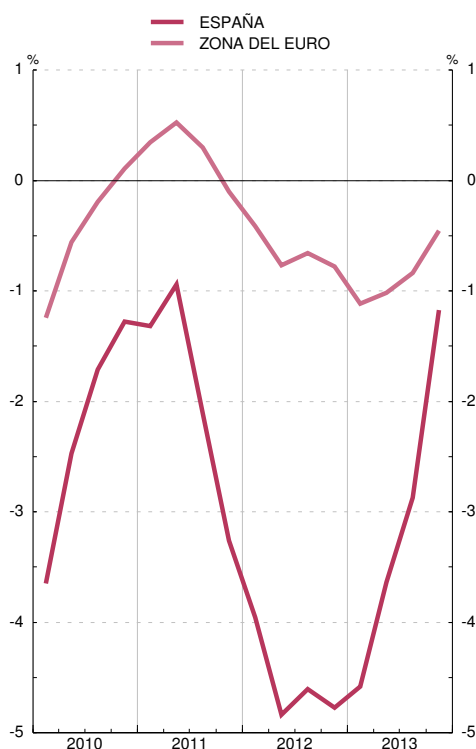
4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

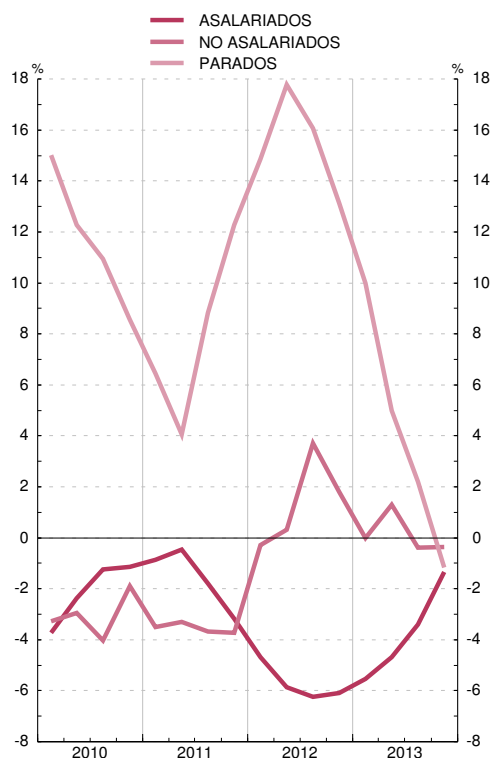
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		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
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	10,06
11	M	18 105	-352	-1,9	15 105	-241	-1,6	2 999	-110	-3,6	4 999	367	7,9	21,64	0,3	10,09
12	M	17 282	-823	-4,5	14 242	-864	-5,7	3 040	41	1,4	5 769	770	15,4	25,03	-0,7	11,29
12 I-IV	M	17 282	-823	-4,5	14 242	-864	-5,7	3 040	41	1,4	5 769	770	15,4	25,03	-0,7	11,29
13 I-IV	M	16 750	-532	-3,1	13 706	-536	-3,8	3 044	4	0,1	5 995	226	3,9	26,36	-0,9	11,96
11 II		18 303	-174	-0,9	15 292	-71	-0,5	3 011	-103	-3,3	4 834	188	4,1	20,89	0,5	9,83
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	10,14
IV		17 808	-601	-3,3	14 829	-485	-3,2	2 978	-116	-3,7	5 274	577	12,3	22,85	-0,1	10,51
12 I		17 433	-719	-4,0	14 411	-710	-4,7	3 022	-9	-0,3	5 640	729	14,9	24,44	-0,4	10,80
II		17 417	-886	-4,8	14 397	-895	-5,9	3 020	9	0,3	5 693	859	17,8	24,63	-0,8	11,19
III		17 320	-836	-4,6	14 233	-946	-6,2	3 087	110	3,7	5 778	800	16,1	25,02	-0,7	11,42
IV		16 957	-850	-4,8	13 926	-904	-6,1	3 032	53	1,8	5 965	692	13,1	26,02	-0,8	11,73
13 I		16 635	-799	-4,6	13 613	-799	-5,5	3 022	-	-	6 203	563	10,0	27,16	-1,1	11,96
II		16 784	-634	-3,6	13 725	-673	-4,7	3 059	39	1,3	5 978	284	5,0	26,26	-1,0	11,99
III		16 823	-497	-2,9	13 748	-485	-3,4	3 076	-12	-0,4	5 905	127	2,2	25,98	-0,8	11,99
IV		16 758	-199	-1,2	13 737	-188	-1,4	3 021	-11	-0,4	5 896	-69	-1,2	26,03	-0,5	11,91

OCUPADOS
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE
Tasas de variación interanual



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

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

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

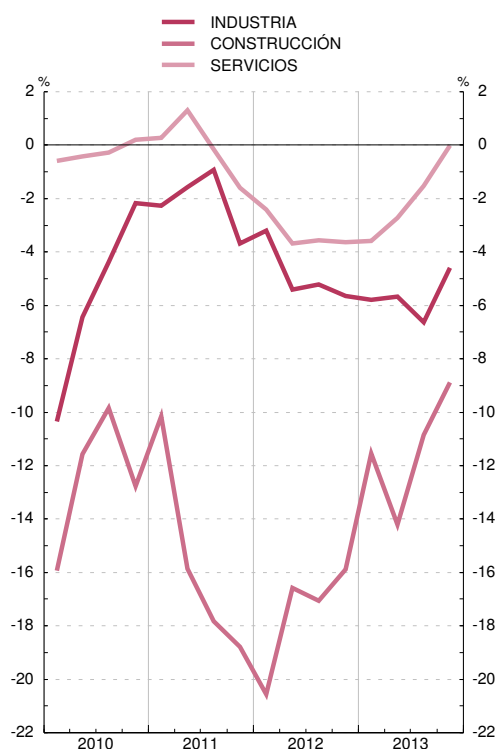
4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

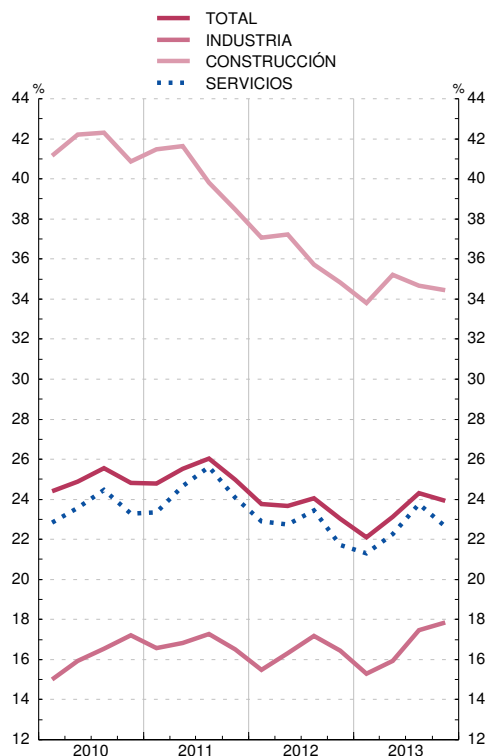
Tasas de variación interanual y porcentajes

		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria:
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados ramas no agrarias
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
10	M	-2,3	-2,1	24,9	0,9	5,4	59,1	-5,9	-5,2	16,2	-12,6	-14,9	41,6	-0,3	-0,1	23,5	-2,4
11	M	-1,9	-1,6	25,3	-4,1	-3,3	57,3	-2,1	-2,0	16,8	-15,6	-15,7	40,4	-0,0	0,1	24,4	-1,8
12	M	-4,5	-5,7	23,6	-0,9	-1,5	59,6	-4,9	-5,8	16,4	-17,6	-22,6	36,2	-3,3	-4,3	22,7	-4,7
12 I-IV	M	-4,5	-5,7	23,6	-0,9	-1,5	59,6	-4,9	-5,8	16,4	-17,6	-22,6	36,2	-3,3	-4,3	22,7	-4,9
13 I-IV	M	-3,1	-3,8	23,4	-1,1	-2,3	59,9	-5,7	-5,2	16,6	-11,4	-14,1	34,5	-2,0	-2,8	22,5	-1,3
11 II		-0,9	-0,5	25,5	-4,8	-3,8	56,2	-1,6	-1,8	16,8	-15,9	-15,6	41,7	1,3	1,6	24,7	-0,8
11 III		-2,1	-1,8	26,0	-6,1	-8,4	54,2	-0,9	-0,5	17,3	-17,8	-18,5	39,8	-0,2	0,0	25,6	-1,9
11 IV		-3,3	-3,2	25,0	0,5	3,2	59,8	-3,7	-4,5	16,5	-18,8	-20,0	38,5	-1,6	-1,4	24,1	-3,4
12 I		-4,0	-4,7	23,8	-0,9	-3,2	60,4	-3,2	-4,6	15,5	-20,6	-26,0	37,0	-2,4	-2,6	22,9	-4,1
12 II		-4,8	-5,9	23,7	-1,2	-0,7	58,6	-5,4	-6,5	16,3	-16,6	-20,9	37,2	-3,7	-4,5	22,8	-5,0
12 III		-4,6	-6,2	24,0	1,8	1,0	55,4	-5,2	-6,6	17,2	-17,1	-22,4	35,7	-3,6	-5,0	23,4	-4,9
12 IV		-4,8	-6,1	23,0	-3,0	-2,6	64,0	-5,7	-5,7	16,5	-15,9	-20,8	34,8	-3,6	-5,1	21,7	-4,9
13 I		-4,6	-5,5	22,1	-6,8	-10,0	58,0	-5,8	-5,3	15,3	-11,5	-14,1	33,8	-3,6	-4,8	21,3	-4,5
13 II		-3,6	-4,7	23,1	3,9	4,0	59,4	-5,7	-4,8	15,9	-14,2	-18,5	35,2	-2,7	-3,9	22,3	-4,0
13 III		-2,9	-3,4	24,3	-2,1	-3,1	57,9	-6,6	-6,2	17,5	-10,8	-13,3	34,7	-1,5	-2,2	23,8	-2,9
13 IV		-1,2	-1,4	23,9	0,9	0,3	64,3	-4,6	-4,5	17,8	-8,9	-10,0	34,5	-0,0	-0,2	22,7	-1,3

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.

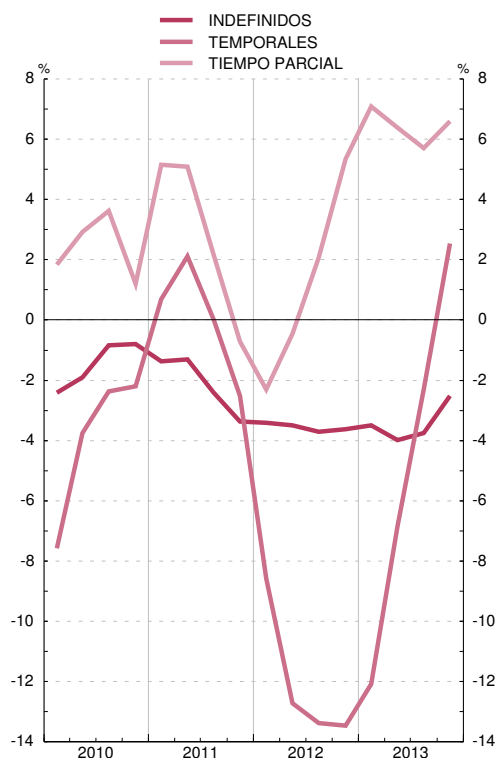
4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

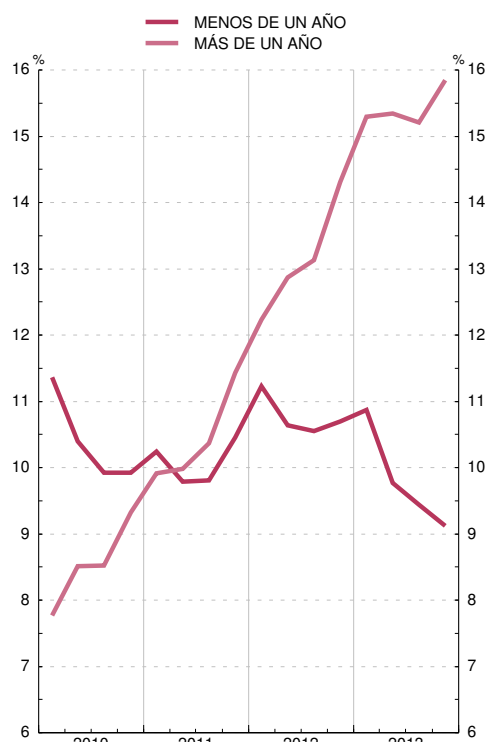
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		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
10	M	-175	-1,5	-159	-4,0	24,91	-384	-2,8	50	2,4	13,95	10,40	-11,9	8,53	66,7
11	M	-244	-2,1	3	0,1	25,33	-304	-2,3	63	2,9	14,59	10,07	-3,1	10,42	22,2
12	M	-402	-3,6	-461	-12,1	23,62	-888	-6,9	24	1,1	15,65	10,78	6,8	13,14	25,7
12 I-IV	M	-402	-3,6	-461	-12,1	23,62	-1 019	-8,0	24	1,1	15,65	10,78	6,8	13,14	25,7
13 I-IV	M	-375	-3,4	-161	-4,8	23,37	-339	-2,9	144	6,5	17,31	9,80	-10,2	15,42	15,9
11 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
11 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
11 IV		-389	-3,4	-96	-2,5	24,98	-469	-3,6	-16	-0,7	14,56	10,45	5,2	11,43	22,4
12 I		-388	-3,4	-321	-8,6	23,76	-658	-5,1	-52	-2,3	15,21	11,22	9,6	12,23	23,4
12 II		-399	-3,5	-496	-12,7	23,66	-885	-6,8	-10	-0,4	15,87	10,64	8,6	12,87	28,8
12 III		-418	-3,7	-529	-13,4	24,04	-990	-7,6	44	2,1	15,20	10,55	7,5	13,14	26,5
12 IV		-404	-3,6	-499	-13,5	23,02	-1 019	-8,0	115	5,3	16,33	10,69	1,6	14,31	24,4
13 I		-385	-3,5	-414	-12,1	22,12	-954	-7,8	155	7,1	17,24	10,87	-4,1	15,30	23,8
13 II		-439	-4,0	-234	-6,9	23,12	-819	-6,8	146	6,4	17,71	9,77	-9,6	15,35	17,4
13 III		-406	-3,8	-79	-2,3	24,31	-609	-5,0	124	5,7	16,63	9,44	-12,0	15,21	13,9
13 IV		-270	-2,5	81	2,5	23,92	-339	-2,9	150	6,6	17,65	9,12	-15,7	15,85	9,4

ASALARIADOS
Tasas de variación interanual



PARADOS
Tasa de paro



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

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

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.

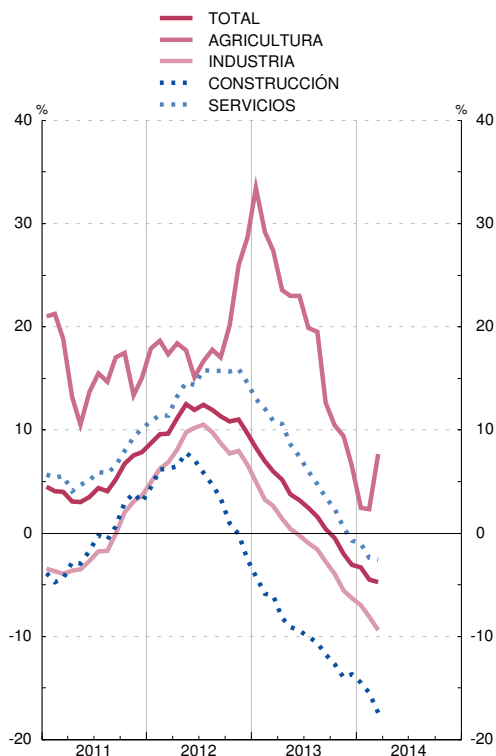
4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

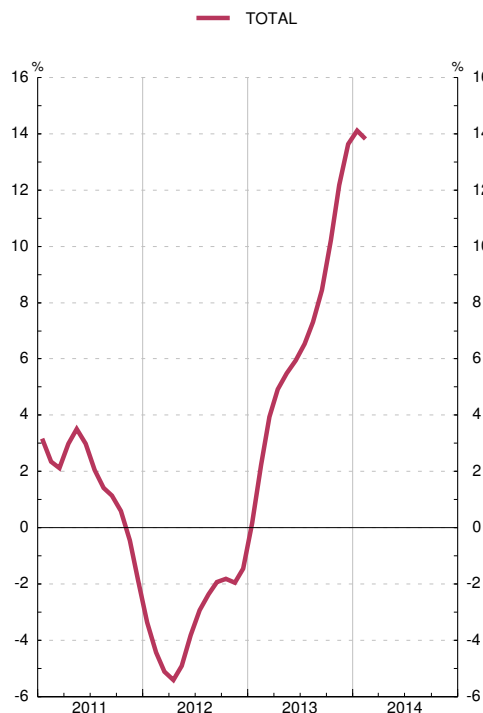
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos					Colocaciones	
		Total			Sin empleo anterior(a)	Anteriormente empleados (a)					Total		Porcentaje s/total			Total		
		Miles de personas	Variación interanual (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	Total	Industria	Construcción								Servicios
11	M	4 257	196	4,8	12,9	4,1	16,0	3,8	-1,3	-0,9	6,3	1 203	0,1	7,74	30,69	92,26	1 213	1,9
12	M	4 720	463	10,9	3,4	11,6	19,3	11,3	8,1	4,2	14,1	1 187	-1,3	9,87	34,63	90,13	1 169	-3,7
13	M	4 845	125	2,6	-3,3	3,3	19,8	2,6	-0,7	-9,6	6,6	1 233	3,9	7,78	35,31	92,22	1 257	7,6
13 E-M	M	5 019	331	7,1	-6,8	8,4	30,0	7,5	3,6	-5,4	12,0	1 007	-2,1	9,63	33,88	90,37	1 021	0,1
14 E-M	M	4 808	-211	-4,2	1,9	-4,7	4,2	-5,1	-8,2	-15,8	-2,0	1 189	18,1	8,70	32,58	91,30	...	...
13 Feb		5 040	328	7,0	-6,9	8,3	29,2	7,4	3,3	-5,9	12,1	950	-4,1	9,64	33,86	90,36	962	-0,8
Mar		5 035	284	6,0	-8,3	7,3	27,4	6,5	2,6	-6,0	10,9	970	-8,1	10,11	35,80	89,89	989	-4,6
Abr		4 989	245	5,2	-7,9	6,4	23,6	5,7	1,4	-8,2	10,6	1 153	11,0	8,53	34,86	91,47	1 184	15,8
May		4 891	177	3,8	-7,6	4,8	23,0	4,1	0,4	-9,1	8,6	1 283	2,9	7,47	35,49	92,53	1 310	7,2
Jun		4 764	148	3,2	-4,5	3,9	23,0	3,2	-0,2	-9,5	7,4	1 277	-7,9	6,84	36,57	93,16	1 293	0,8
Jul		4 699	111	2,4	-1,3	2,8	19,9	2,1	-1,0	-10,0	6,0	1 507	-1,3	6,39	37,94	93,61	1 511	11,3
Ago		4 699	73	1,6	-0,5	1,8	19,5	1,1	-1,6	-10,6	4,8	1 043	-0,1	5,99	35,52	94,01	1 073	3,6
Sep		4 724	19	0,4	0,7	0,4	12,6	-0,1	-2,7	-11,7	3,5	1 392	9,3	7,69	37,38	92,31	1 482	9,7
Oct		4 811	-22	-0,5	1,1	-0,6	10,5	-1,1	-3,9	-12,7	2,4	1 582	10,9	7,55	37,40	92,45	1 627	10,8
Nov		4 809	-99	-2,0	0,6	-2,2	9,4	-2,7	-5,6	-14,0	0,5	1 241	7,8	7,57	34,92	92,43	1 252	8,6
Dic		4 701	-147	-3,0	-0,2	-3,3	6,5	-3,7	-6,3	-13,7	-0,7	1 291	22,0	6,49	32,03	93,51	1 292	20,6
14 Ene		4 814	-166	-3,3	2,3	-3,8	2,5	-4,1	-7,0	-14,5	-1,0	1 259	14,3	7,81	30,86	92,19	1 271	14,3
Feb		4 812	-228	-4,5	1,2	-5,0	2,3	-5,3	-8,1	-15,5	-2,4	1 091	14,8	8,97	33,38	91,03	1 101	14,5
Mar		4 796	-239	-4,8	2,3	-5,3	7,7	-6,0	-9,4	-17,4	-2,6	1 217	25,5	9,33	33,51	90,67	...	...

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.

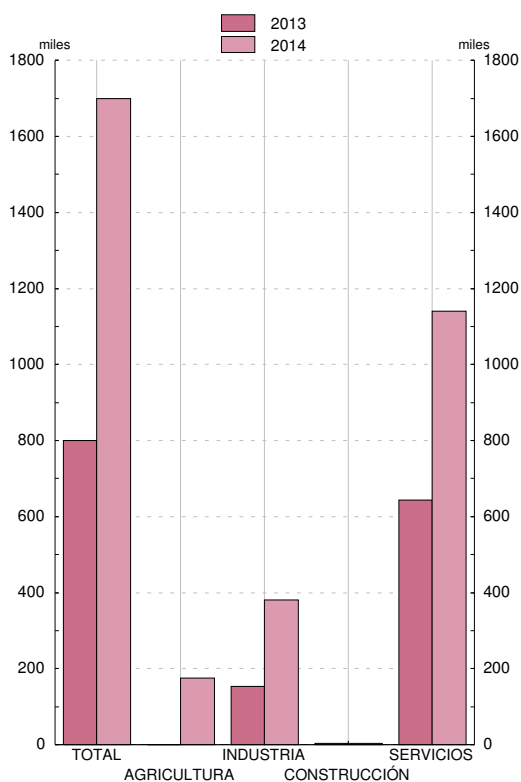
4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

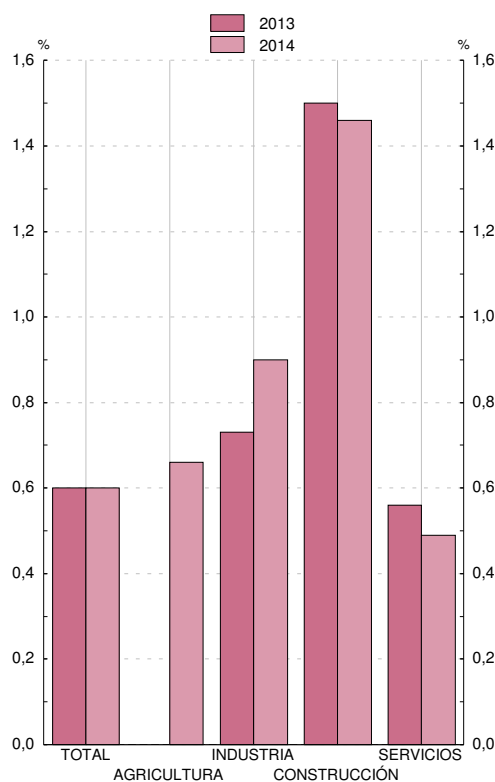
Miles de personas y porcentajes. Datos acumulados

	Según mes de inicio de efectos económicos		Según mes de registro														
	Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%) (a)(b)	Miles de trabajadores afectados							Incremento salarial medio pactado							
			Por re- visados	Por firmados	Total	Variación inter- anual	Agricul- tura	Indus- tria	Construc- ción	Servicios	Por re- visados	Por firmados	Total	Agricul- tura	Indus- tria	Construc- ción	Servicios
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
11	10 663	1,98	5 110	1 157	6 267	-826	415	1 752	1 026	3 075	2,68	1,58	2,48	2,49	2,71	1,52	2,67
12	9 168	1,00	4 399	1 679	6 078	-189	392	1 323	417	3 947	1,54	0,69	1,31	1,81	1,41	1,07	1,25
13	5 893	0,58	3 240	1 801	5 041	-1 038	229	1 411	351	3 049	0,66	0,41	0,57	0,95	0,49	0,58	0,58
12 Sep	9 099	1,00	3 212	1 231	4 443	-679	273	1 062	270	2 838	1,53	0,70	1,30	2,09	1,44	1,04	1,19
Oct	9 144	1,01	3 273	1 560	4 834	-674	295	1 100	343	3 096	1,50	0,69	1,24	1,94	1,42	1,03	1,13
Nov	9 145	1,01	4 175	1 618	5 793	-271	384	1 232	381	3 797	1,52	0,69	1,29	1,62	1,42	1,04	1,24
Dic	9 168	1,00	4 399	1 679	6 078	-189	392	1 323	417	3 947	1,54	0,69	1,31	1,81	1,41	1,07	1,25
13 Ene	5 338	0,58	471	17	489	-751	0	35	-	453	0,34	1,04	0,37	-	0,71	...	0,34
Feb	5 340	0,58	776	25	800	-870	0	154	3	643	0,59	0,91	0,60	-	0,73	1,50	0,56
Mar	5 345	0,58	878	274	1 152	-952	12	410	6	724	0,69	0,10	0,55	2,83	0,31	1,37	0,64
Abr	5 384	0,58	1 041	383	1 424	-806	30	471	8	915	0,71	0,22	0,58	2,22	0,38	1,10	0,62
May	5 459	0,58	1 283	422	1 705	-1 000	46	589	65	1 005	0,76	0,23	0,63	1,44	0,48	0,67	0,68
Jun	5 461	0,58	1 416	661	2 076	-835	54	628	109	1 285	0,79	0,35	0,65	1,30	0,51	0,64	0,70
Jul	5 698	0,57	1 484	951	2 435	-822	89	814	149	1 384	0,79	0,42	0,65	0,98	0,54	0,60	0,69
Ago	5 704	0,57	2 117	1 275	3 392	-223	148	1 112	320	1 812	0,67	0,43	0,58	0,97	0,46	0,59	0,62
Sep	5 775	0,57	2 338	1 381	3 719	-724	148	1 203	334	2 035	0,64	0,42	0,56	0,97	0,47	0,59	0,58
Oct	5 821	0,57	2 563	1 645	4 209	-625	189	1 287	338	2 395	0,64	0,41	0,55	0,94	0,49	0,59	0,55
Nov	5 822	0,57	2 893	1 687	4 580	-1 214	229	1 320	349	2 682	0,70	0,42	0,60	0,95	0,49	0,59	0,62
Dic	5 893	0,58	3 240	1 801	5 041	-1 038	229	1 411	351	3 049	0,66	0,41	0,57	0,95	0,49	0,58	0,58
14 Ene	1 692	0,59	...	...	966	478	36	223	0	706	...	...	0,60	1,00	0,79	-	0,52
Feb	1 694	0,59	...	...	1 699	898	176	380	3	1 140	...	...	0,60	0,66	0,90	1,46	0,49

TRABAJADORES AFECTADOS
Enero - Febrero



INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO
Enero - Febrero



FUENTE: Ministerio de Empleo y Seguridad Social, Estadística de Convenios Colectivos de Trabajo.

a. Hasta el año 2010, incorpora las revisiones por cláusula de salvaguarda.

b. La información de convenios registrados en 2013 con efectos económicos en 2013 no es homogénea con la del mismo periodo del año anterior.

c. Hasta diciembre 2008, CNAE 1993; desde enero 2009, CNAE 2009.

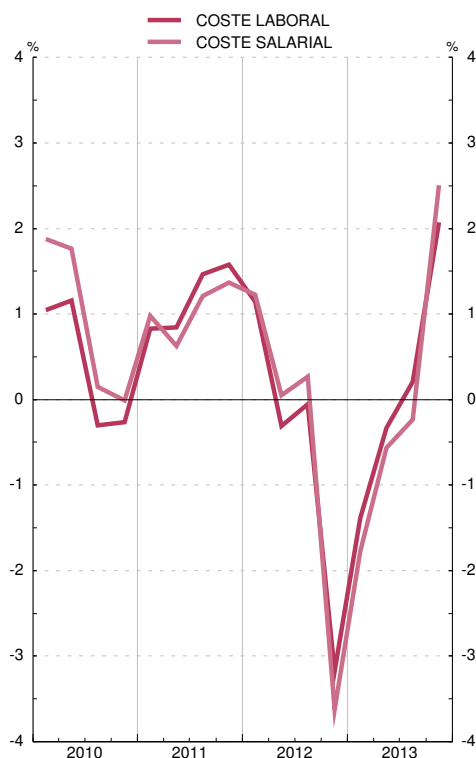
4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

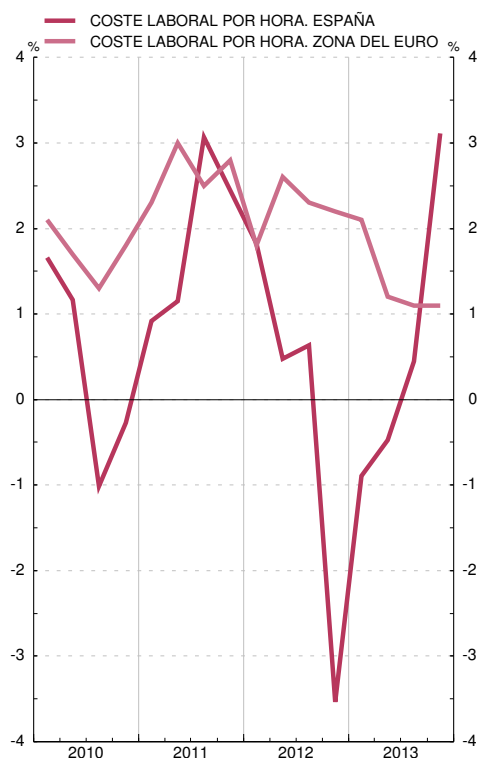
Tasas de variación interanual

		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		
10	M	0,4	2,3	0,1	0,2	0,6	0,9	2,9	0,8	0,5	1,1	-1,1	0,3	1,7
11	M	1,2	1,7	2,8	1,0	2,2	1,0	2,8	2,5	0,5	2,1	1,6	1,9	2,7
12	M	-0,6	1,9	1,5	-1,3	-0,1	-0,6	1,2	1,3	-1,1	-0,1	-0,8	-0,2	2,2
12 I-IV	M	-0,6	1,9	1,5	-1,3	-0,1	-0,6	1,2	1,3	-1,1	-0,1	-0,8	-0,2	2,2
13 I-IV	M	0,2	1,8	0,5	-0,1	0,5	0,0	1,9	0,5	-0,4	0,4	0,6	0,6	1,4
11 II		0,8	1,6	3,0	0,6	1,5	0,6	3,1	3,2	-0,2	1,3	1,5	1,2	3,0
11 III		1,5	2,2	1,8	1,4	4,8	1,2	2,8	1,9	0,8	4,5	2,2	3,1	2,5
11 IV		1,6	1,8	3,3	1,5	2,5	1,4	2,3	2,4	1,1	2,2	2,2	2,4	2,8
12 I		1,1	2,6	2,3	0,8	1,4	1,2	1,9	1,3	1,0	1,5	0,9	1,8	1,8
12 II		-0,3	2,6	2,6	-1,0	0,7	-	2,1	2,2	-0,5	1,0	-1,4	0,5	2,6
12 III		-0,1	1,8	1,0	-0,4	-	0,3	1,0	1,2	0,0	0,3	-0,9	0,6	2,3
12 IV		-3,2	0,7	0,0	-4,2	-2,2	-3,6	-0,2	0,4	-4,7	-2,7	-1,8	-3,5	2,2
13 I		-1,4	1,5	-0,8	-2,0	2,1	-1,8	1,4	-0,5	-2,6	1,8	-0,3	-0,9	2,1
13 II		-0,3	1,8	1,8	-0,8	-2,4	-0,6	1,8	1,5	-1,2	-2,6	0,4	-0,5	1,2
13 III		0,2	2,5	0,2	-0,2	0,5	-0,2	2,1	0,5	-0,8	0,1	1,4	0,4	1,1
13 IV		2,1	1,4	0,7	2,6	1,8	2,5	2,3	0,5	2,8	2,2	0,8	3,1	1,1

POR TRABAJADOR Y MES
Tasas de variación interanual



POR HORA EFECTIVA
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Encuesta Trimestral de Coste Laboral e Índice de Coste Laboral Armonizado) y Eurostat.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 25, 26 y 27.

a. Corregido de efecto calendario.

b. Índice de Coste Laboral Armonizado (base 2008).

c. Total economía, excluyendo agricultura, Administración Pública, educación, sanidad y otros servicios no clasificados en otra rúbrica.

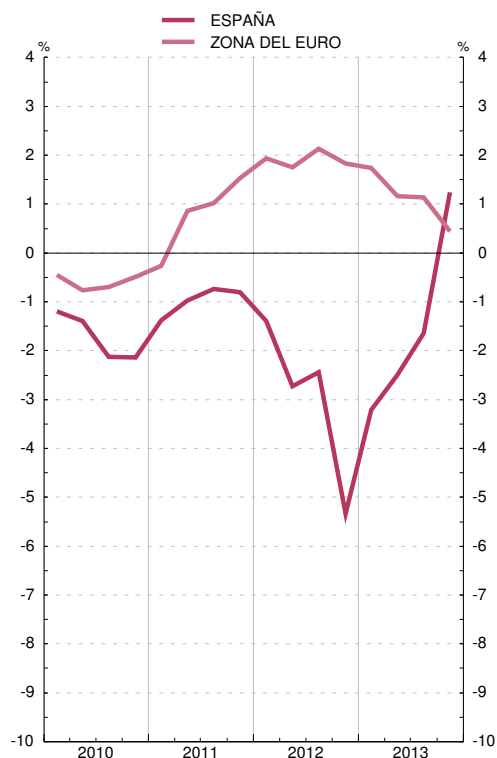
4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

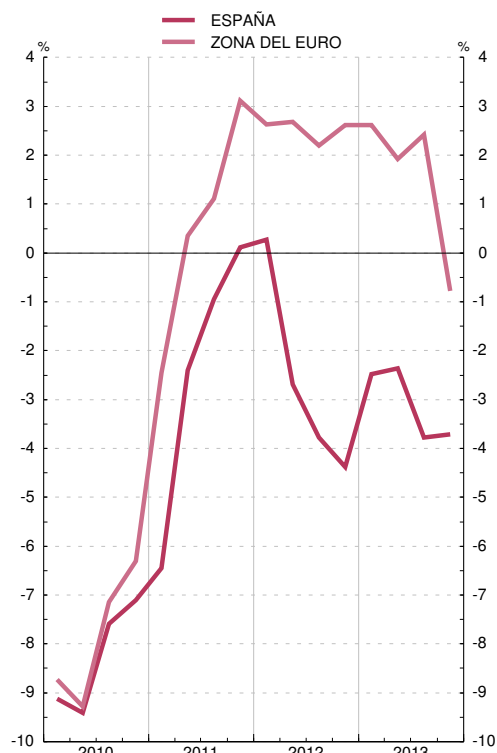
Tasas de variación interanual

		Costes laborales unitarios				Total economía				Pro memoria			
		Total economía		Industria		Remuneración por asalariado		Productividad		PIB (en volumen)		Empleo (ocupados) Total economía	
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
10	P	-1,7	-0,6	-8,3	-7,9	0,4	1,8	2,2	2,4	-0,2	1,9	-2,3	-0,5
11	P	-1,0	0,8	-2,5	0,5	1,3	2,1	2,3	1,4	0,1	1,6	-2,2	0,3
12	P	-3,0	1,9	-2,6	2,5	0,2	1,9	3,3	0,0	-1,6	-0,6	-4,8	-0,7
11 /	P	-1,4	-0,3	-6,4	-2,5	0,9	2,0	2,3	2,3	0,6	2,7	-1,7	0,3
II	P	-1,0	0,9	-2,4	0,4	0,9	2,1	1,9	1,2	0,3	1,8	-1,6	0,5
III	P	-0,7	1,0	-1,0	1,1	1,6	2,2	2,4	1,1	-0,0	1,4	-2,4	0,3
IV	P	-0,8	1,5	0,1	3,1	1,9	2,3	2,8	0,8	-0,6	0,7	-3,3	-0,1
12 /	P	-1,4	1,9	0,3	2,6	1,7	2,2	3,2	0,2	-1,2	-0,2	-4,3	-0,4
II	P	-2,7	1,8	-2,7	2,7	0,8	2,0	3,7	0,2	-1,6	-0,5	-5,1	-0,8
III	P	-2,4	2,1	-3,8	2,2	0,7	2,0	3,2	-0,1	-1,7	-0,7	-4,7	-0,7
IV	P	-5,3	1,8	-4,4	2,6	-2,4	1,5	3,1	-0,3	-2,1	-1,0	-5,0	-0,8
13 /	P	-3,2	1,7	-2,5	2,6	-0,5	1,7	2,9	-0,1	-1,9	-1,2	-4,7	-1,1
II	P	-2,5	1,2	-2,4	1,9	-0,1	1,6	2,5	0,4	-1,6	-0,6	-4,0	-1,0
III	P	-1,6	1,1	-3,8	2,4	0,5	1,7	2,2	0,6	-1,1	-0,3	-3,3	-0,8
IV	P	1,2	0,4	-3,7	-0,8	2,7	1,4	1,5	1,0	-0,2	0,5	-1,6	-0,5

COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL
Tasas de variación interanual



COSTES LABORALES UNITARIOS: INDUSTRIA
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008) y BCE.

a. España: elaborado según el SEC 95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. Empleo equivalente a tiempo completo.

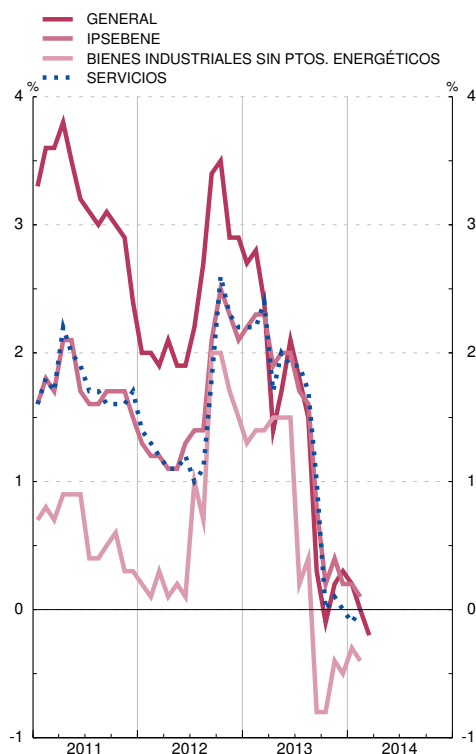
5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2011 = 100

■ Serie representada gráficamente.

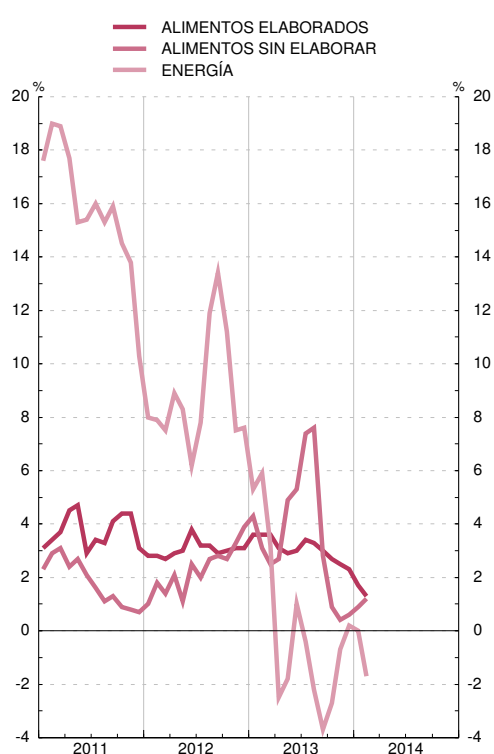
Índices y tasas de variación interanual

		Índice general (100%)				Tasa de variación interanual (T_{12}^1)						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2005)	
		Serie original	m ¹ (a)	T ¹ T ₁₂ (b)	s/ T _{dic} (c)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	T ¹ T ₁₂
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
11	M	100,0	—	3,2	2,4	1,8	3,8	0,6	15,8	1,8	1,7	101,5	0,7
12	M	102,4	—	2,5	2,9	2,3	3,0	0,8	8,9	1,5	1,6	111,6	9,9
13	M	103,9	—	1,4	0,3	3,5	3,1	0,6	0,1	1,4	1,5	...	...
13 E-F	M	103,1	-0,6	2,7	-1,2	3,7	3,6	1,3	5,6	2,2	2,2	114,4	11,6
14 E-F	M	103,1	-0,7	0,1	-1,3	1,0	1,5	-0,3	-0,8	-0,1	0,2	...	...
12 Nov		104,2	-0,1	2,9	2,8	3,3	3,1	1,7	7,5	2,3	2,3	119,7	17,8
12 Dic		104,3	0,1	2,9	2,9	3,9	3,1	1,5	7,6	2,2	2,1	120,3	20,0
13 Ene		103,0	-1,3	2,7	-1,3	4,3	3,6	1,3	5,3	2,2	2,2	114,3	15,5
13 Feb		103,1	0,2	2,8	-1,1	3,1	3,6	1,4	5,9	2,2	2,3	114,5	7,4
13 Mar		103,5	0,4	2,4	-0,8	2,5	3,6	1,4	3,2	2,4	2,3	119,2	7,5
13 Abr		103,9	0,4	1,4	-0,4	2,7	3,1	1,5	-2,5	1,7	1,9	116,8	7,6
13 May		104,1	0,2	1,7	-0,2	4,9	2,9	1,5	-1,8	2,0	2,0	123,7	13,5
13 Jun		104,2	0,1	2,1	-0,1	5,3	3,0	1,5	1,0	1,9	2,0	120,0	9,0
13 Jul		103,7	-0,5	1,8	-0,6	7,4	3,4	0,2	-0,4	1,9	1,7	107,2	7,1
13 Ago		104,0	0,3	1,5	-0,3	7,6	3,3	0,4	-2,2	1,7	1,6	104,2	-1,5
13 Sep		103,8	-0,2	0,3	-0,4	2,8	3,0	-0,8	-3,7	1,0	0,8	113,4	-4,3
13 Oct		104,3	0,4	-0,1	-	0,9	2,7	-0,8	-2,7	-	0,2	118,0	-5,4
13 Nov		104,5	0,2	0,2	0,2	0,4	2,5	-0,4	-0,7	0,1	0,4	111,0	-7,3
13 Dic		104,6	0,1	0,3	0,3	0,6	2,3	-0,5	0,2	-	0,2	...	...
14 Ene		103,2	-1,3	0,2	-1,3	0,9	1,7	-0,3	-	-0,1	0,2	...	...
14 Feb		103,1	-	-	-1,4	1,2	1,3	-0,4	-1,7	-	0,1	...	...

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE, Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadros 2 y 8.

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

b. Para los períodos anuales, representa el crecimiento medio de cada año respecto al anterior.

c. Para los períodos anuales, representa el crecimiento diciembre sobre diciembre.

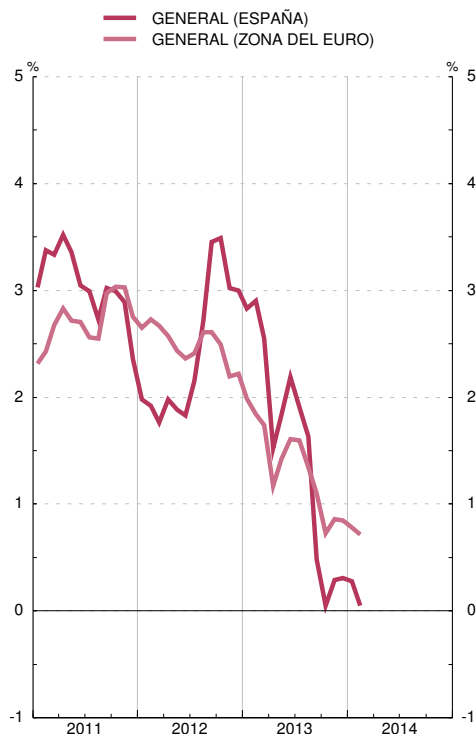
5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

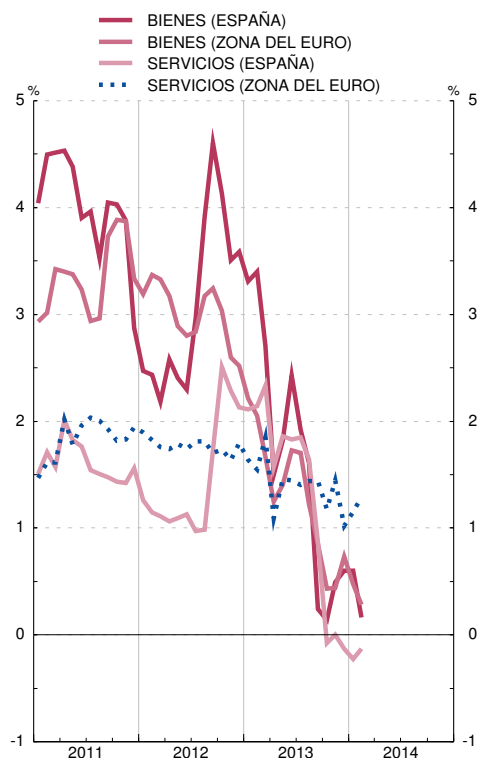
Tasas de variación interanual

		Índice general		Bienes														Servicios			
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	Alimentos						Industriales								España	Zona del euro
						Total		Elaborados		No elaborados		España	Zona del euro	No energéticos		Energía					
						España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro			España	Zona del euro	España	Zona del euro				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18				
11	M	3,1	2,7	4,0	3,3	2,8	2,7	4,2	3,3	1,3	1,8	4,7	3,7	0,5	0,8	15,7	11,9	1,6	1,8		
12	M	2,4	2,5	3,1	3,0	2,6	2,7	3,5	3,1	1,6	3,0	3,4	3,0	1,0	1,2	8,8	7,6	1,5	1,8		
13	M	1,5	1,4	1,7	1,3	3,2	2,7	3,1	2,2	3,4	3,5	0,8	0,6	1,1	0,6	0,0	0,6	1,3	1,4		
13 E-F	M	2,9	1,9	3,4	2,1	3,7	3,0	3,9	2,3	3,3	4,1	3,2	1,7	1,9	0,8	5,6	3,9	2,1	1,6		
14 E-F	MP	0,2	0,7	0,4	0,4	1,4	1,6	1,1	1,9	1,6	1,1	-0,2	-0,3	0,0	0,3	-0,8	-1,8	-0,2	1,2		
12 Nov		3,0	2,2	3,5	2,6	3,0	3,0	3,4	2,4	2,6	4,1	3,8	2,4	2,2	1,1	7,5	5,7	2,3	1,6		
Dic		3,0	2,2	3,6	2,5	3,3	3,2	3,4	2,4	3,3	4,4	3,7	2,2	2,1	1,0	7,6	5,2	2,1	1,8		
13 Ene		2,8	2,0	3,3	2,2	3,8	3,2	3,9	2,3	3,7	4,8	3,0	1,7	1,9	0,8	5,3	3,9	2,1	1,6		
Feb		2,9	1,8	3,4	2,1	3,5	2,7	3,9	2,3	3,0	3,5	3,3	1,7	2,0	0,8	5,9	3,9	2,1	1,5		
Mar		2,6	1,7	2,7	1,7	3,3	2,7	3,9	2,2	2,7	3,5	2,4	1,2	2,0	1,0	3,2	1,7	2,3	1,8		
Abr		1,5	1,2	1,5	1,2	3,0	2,9	3,0	2,1	2,9	4,2	0,7	0,5	2,2	0,8	-2,5	-0,4	1,6	1,1		
May		1,8	1,4	1,8	1,4	3,5	3,2	2,8	2,1	4,3	5,1	0,9	0,5	2,1	0,8	-1,8	-0,2	1,9	1,5		
Jun		2,2	1,6	2,4	1,7	3,7	3,2	2,9	2,1	4,7	5,0	1,7	1,0	2,1	0,7	1,0	1,6	1,8	1,4		
Jul		1,9	1,6	1,9	1,7	4,6	3,5	3,3	2,5	6,1	5,1	0,4	0,8	0,7	0,4	-0,4	1,6	1,8	1,4		
Ago		1,6	1,3	1,6	1,2	4,6	3,2	3,3	2,5	6,1	4,4	-0,1	0,2	0,9	0,4	-2,2	-0,3	1,6	1,4		
Sep		0,5	1,1	0,2	0,9	3,0	2,6	3,0	2,4	2,9	2,9	-1,2	-	-0,1	0,4	-3,7	-0,9	0,9	1,4		
Oct		-	0,7	0,1	0,4	2,2	1,9	2,7	2,2	1,6	1,4	-1,0	-0,3	-0,1	0,3	-2,7	-1,7	-0,1	1,2		
Nov		0,3	0,9	0,5	0,4	1,9	1,6	2,4	2,0	1,3	0,9	-0,3	-0,1	-	0,2	-0,7	-1,1	-	1,4		
Dic		0,3	0,8	0,6	0,7	1,8	1,8	2,1	2,0	1,5	1,5	-0,1	0,2	-0,2	0,3	0,2	-	-0,1	1,0		
14 Ene		0,3	0,8	0,6	0,5	1,4	1,7	1,3	2,0	1,5	1,3	0,1	-0,2	0,1	0,2	-	-1,2	-0,2	1,2		
Feb	P	0,1	0,7	0,2	0,3	1,3	1,5	0,9	1,8	1,7	0,9	-0,6	-0,4	-	0,4	-1,7	-2,3	-0,1	1,3		

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 N°330/2009 de la Comisión Europea sobre el tratamiento de los productos estacionales, lo que provoca una ruptura de las series. Las series construidas con la nueva metodología sólo están disponibles desde enero de 2010. Las tasas interanuales aquí presentadas para 2010 son las difundidas por Eurostat, construidas haciendo uso de la serie con la nueva metodología para 2010 y de la serie con la antigua para 2009. De esta forma, esas tasas ofrecen una visión distorsionada al comparar índices de precios con dos metodologías diferentes. Las tasas interanuales del IAPC en 2010 calculadas de modo coherente haciendo uso solamente de la metodología anterior y que por tanto son homogéneas, son las siguientes: Ene:1,1; Feb:0,9; Mar:1,5; Abr:1,6; May:1,8; Jun:1,5; Jul:1,9; Ago:1,8; Sep:2,1; Oct:2,3; Nov:2,2; Dic:2,9. Pueden consultarse notas metodológicas más detalladas en la página de Eurostat en la Red (www.europa.eu.int)

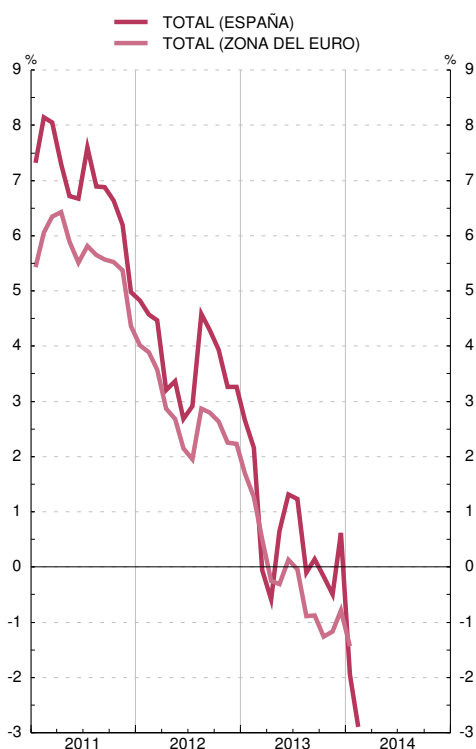
5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2010 = 100

■ Serie representada gráficamente.

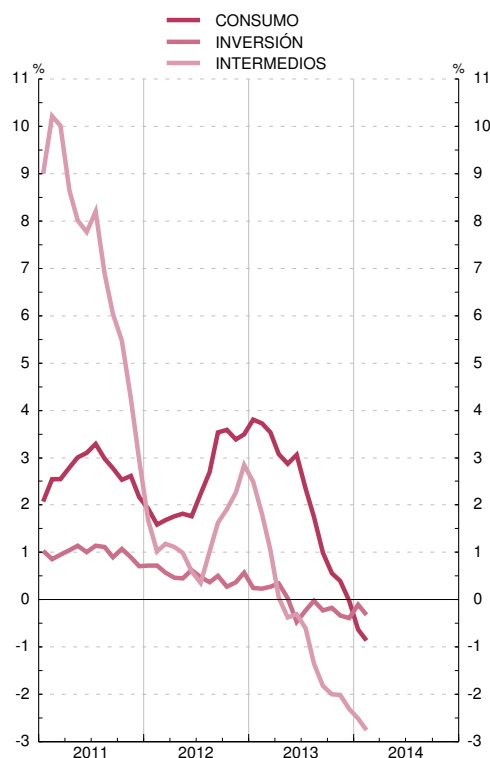
Tasas de variación interanual

		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
			(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	T ₁₂	T ₁₂	T ₁₂	T ₁₂	T_{12}
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
11	M	106,9	—	6,9	—	2,7	—	1,0	—	7,2	—	15,3	5,7	3,3	1,5	5,9	10,9
12	M	111,0	—	3,8	—	2,5	—	0,5	—	1,4	—	9,7	2,8	2,5	1,0	0,7	6,6
13	MP	111,7	—	0,6	—	2,2	—	-0,1	—	-0,5	—	0,5	-0,2	1,7	0,6	-0,6	-1,6
13 E-F	M	112,8	—	2,4	—	3,8	—	0,2	—	2,1	—	2,4	1,5	2,3	0,8	1,0	1,7
14 E-F	MP	110,0	—	-2,4	—	-0,7	—	-0,2	—	-2,6	—	-5,3	...	...	...	...	...
12 Nov		111,3	-0,5	3,3	-0,0	3,4	0,0	0,4	-0,2	2,3	-1,7	5,6	2,3	2,5	0,8	1,3	4,1
12 Dic		111,3	0,0	3,3	0,1	3,5	0,0	0,6	0,2	2,9	-0,3	4,8	2,2	2,5	0,8	1,5	3,8
13 Ene		112,6	1,2	2,7	0,5	3,8	-0,1	0,2	0,3	2,5	3,6	2,9	1,7	2,4	0,8	1,2	2,0
13 Feb		112,9	0,2	2,2	0,1	3,7	0,0	0,2	0,1	1,8	0,6	1,9	1,3	2,1	0,8	0,7	1,4
13 Mar		111,2	-1,5	-0,1	0,1	3,5	0,0	0,3	-0,1	1,0	-5,3	-5,0	0,5	2,0	0,7	0,3	-0,6
13 Abr		109,9	-1,2	-0,6	-0,1	3,1	0,1	0,3	-0,5	0,0	-3,9	-5,7	-0,3	1,8	0,6	-0,4	-2,4
13 May		111,1	1,2	0,7	-0,0	2,9	-0,3	0,0	-0,3	-0,4	5,1	-0,3	-0,3	2,0	0,6	-0,6	-2,4
13 Jun		111,2	0,0	1,3	0,2	3,1	-0,3	-0,5	-0,4	-0,3	0,5	2,1	0,1	2,0	0,5	-0,6	-1,1
13 Jul		112,2	0,9	1,2	-0,0	2,3	0,2	-0,2	-0,4	-0,6	3,8	2,8	-0,0	2,0	0,5	-0,6	-1,5
13 Ago		112,1	-0,1	-0,1	0,0	1,8	0,2	-0,0	-0,3	-1,3	-0,2	-0,6	-0,9	1,8	0,6	-1,1	-3,7
13 Sep		112,3	0,2	0,1	0,1	1,0	-0,1	-0,2	-0,1	-1,8	0,7	1,7	-0,9	1,5	0,6	-1,6	-2,9
13 Oct		111,7	-0,5	-0,2	-0,4	0,6	-0,0	-0,2	-0,3	-2,0	-1,1	1,1	-1,3	1,1	0,6	-1,8	-3,6
13 Nov		110,7	-0,9	-0,5	-0,2	0,4	-0,1	-0,3	-0,2	-2,0	-2,6	0,1	-1,2	0,9	0,5	-1,7	-3,2
13 Dic	P	112,0	1,1	0,6	-0,3	-0,0	-0,0	-0,4	-0,1	-2,3	4,6	5,1	-0,8	0,9	0,6	-1,7	-1,9
14 Ene	P	110,4	-1,4	-1,9	-0,1	-0,6	0,2	-0,1	0,1	-2,5	-5,2	-3,9	-1,4	0,6	0,5	-1,7	-3,8
14 Feb	P	109,6	-0,7	-2,9	-0,1	-0,9	-0,2	-0,3	-0,1	-2,8	-2,5	-6,8	...	...	...	...	...

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.

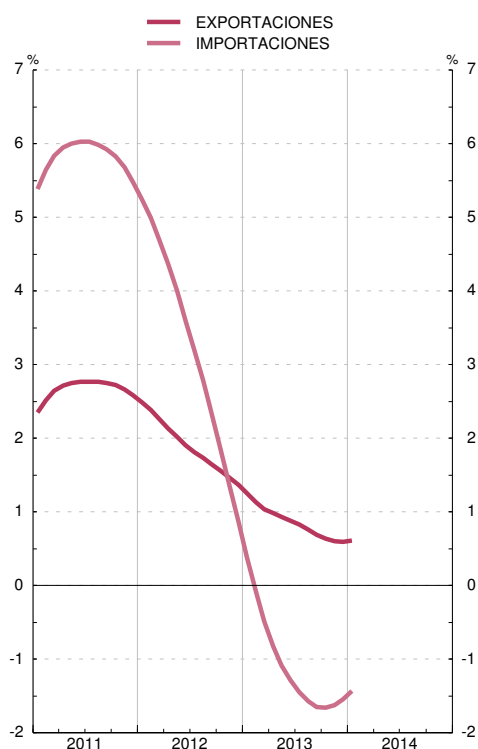
5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

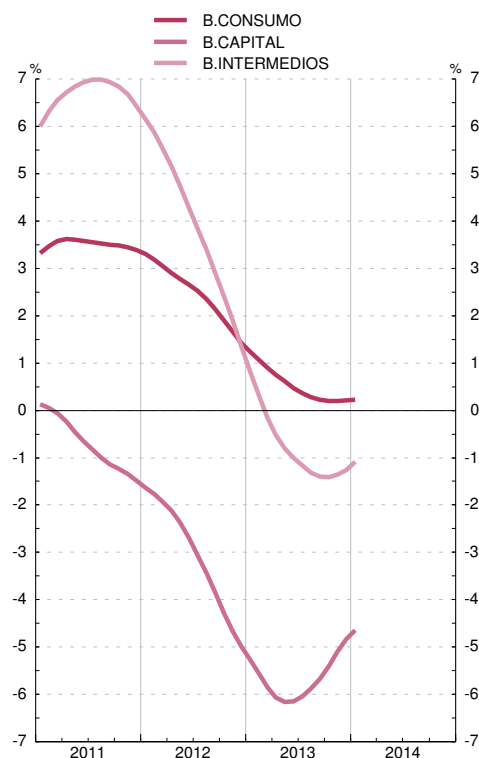
Tasas de variación interanual

	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	
11	4,9	3,9	1,5	6,0	30,2	3,5	8,5	5,5	-0,8	10,6	25,6	5,2
12	2,1	5,7	7,0	-0,4	3,1	-0,7	4,6	3,4	-2,1	5,7	10,0	2,3
13	-0,1	1,2	-5,2	-0,1	-5,8	0,6	-4,2	-0,9	-8,2	-4,9	-8,6	-2,6
13 E-E	2,4	5,2	-7,2	2,3	-4,0	3,1	-0,9	-0,4	2,6	-1,4	-4,3	-1,1
14 E-E	-2,2	-0,9	-2,4	-2,8	-4,3	-2,8	-6,7	-2,7	-1,9	-8,3	-12,1	-5,1
12 Ago	2,1	6,3	7,3	-0,1	7,6	-0,7	5,8	4,3	-4,7	7,1	15,6	-0,9
Sep	3,3	5,1	13,3	1,7	6,6	0,8	5,5	4,8	7,1	5,4	11,7	1,4
Oct	0,0	5,4	3,9	-3,1	5,9	-1,8	4,6	4,4	-10,0	6,0	10,2	2,8
Nov	2,1	7,5	10,9	-2,1	-1,7	1,1	-1,3	-0,7	-15,1	-0,2	1,9	-1,3
Dic	4,4	10,0	1,1	1,7	6,9	-0,2	2,5	-1,7	-8,1	5,3	3,1	5,5
13 Ene	2,4	5,2	-7,2	2,3	-4,0	3,1	-0,9	-0,4	2,6	-1,4	-4,3	-1,1
Feb	-2,4	-0,8	-11,6	-1,7	1,6	-0,7	-3,8	0,9	-6,4	-4,9	-6,6	-2,3
Mar	-3,4	-0,4	-4,7	-4,6	-10,8	-3,7	-5,0	-2,8	-10,8	-5,2	-8,3	-3,3
Abr	1,9	3,4	-6,4	2,7	1,4	2,4	-6,6	0,8	-18,5	-7,5	-9,7	-6,3
May	-0,3	2,7	-3,4	-1,6	-9,0	-2,0	-5,8	4,3	-15,1	-7,8	-22,5	-2,6
Jun	2,8	4,4	0,6	2,4	-9,2	2,9	-2,8	-3,9	-14,2	-1,3	-3,0	0,0
Jul	1,4	0,4	-5,2	2,9	0,8	3,8	-2,3	-4,0	-6,4	-1,4	-5,8	-0,2
Ago	1,9	3,8	-3,3	1,1	-3,1	0,7	-6,4	-1,7	-12,2	-7,5	-10,6	-4,5
Sep	-2,8	-3,2	-6,1	-2,6	-5,8	-1,8	-3,7	0,3	-9,9	-4,3	-6,8	-1,2
Oct	0,6	0,1	-1,2	1,0	-10,0	2,9	-6,7	-5,3	-10,0	-7,0	-8,4	-5,3
Nov	-1,3	0,1	-10,3	-0,4	-14,0	0,5	-2,8	1,8	-0,3	-4,5	-8,3	-2,1
Dic	-2,4	-0,8	-3,8	-2,9	-7,1	-1,1	-3,5	-0,5	2,9	-5,5	-7,7	-2,2
14 Ene	-2,2	-0,9	-2,4	-2,8	-4,3	-2,8	-6,7	-2,7	-1,9	-8,3	-12,1	-5,1

ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS EXPORTACIONES Y DE LAS IMPORTACIONES (a)



ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS IMPORTACIONES POR GRUPOS DE PRODUCTOS (a)



FUENTES: ME, MHAP y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 6 y 7.

a. Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS).

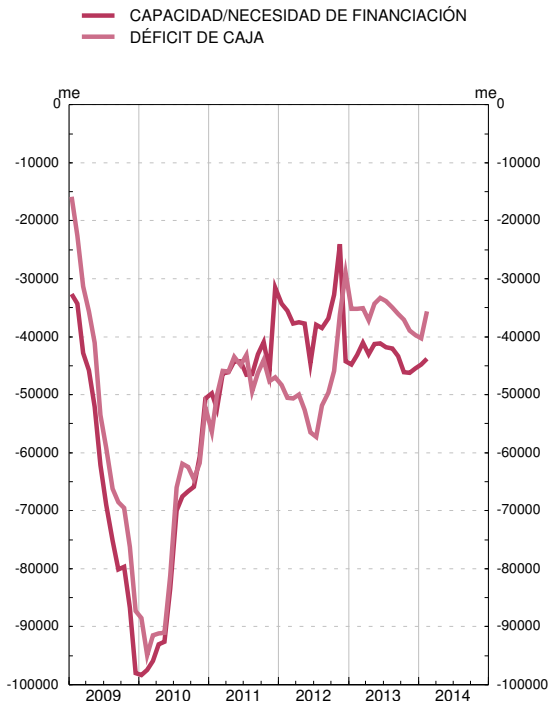
6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

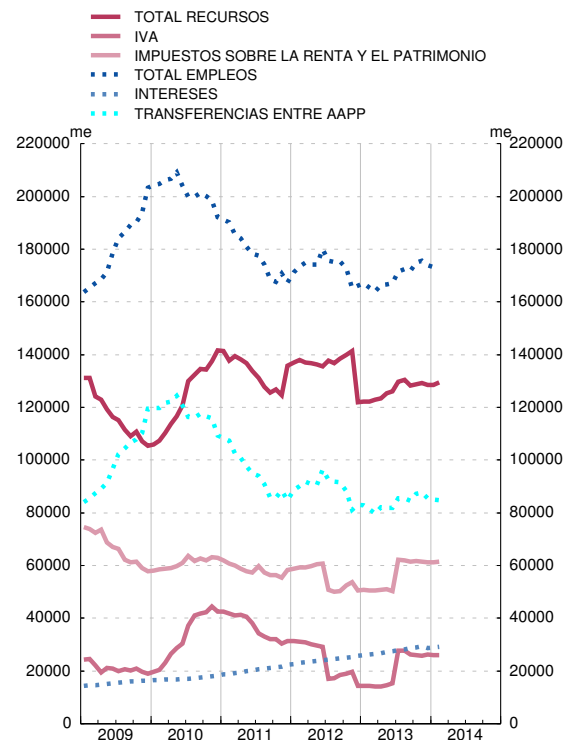
Millones de euros

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación 1 = 2-8	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: déficit de caja		
		Total 2 = 3+7	Impuesto sobre el valor añadido (IVA) 3	Otros impuestos sobre los productos y sobre importaciones excepto IVA 4	Intereses y otras rentas de la propiedad 5	Impuestos sobre la renta y el patrimonio 6	Resto 7	Total 8 = 9+13	Remuneración de asalariados 9	Intereses 10	Transferencias corrientes y de capital entre Administraciones Públicas 11	Ayudas a la inversión y otras transferencias de capital 12	Resto 13	Déficit de caja 14 = 15-16	Ingresos líquidos 15	Pagos líquidos 16
09	-98 063	105 382	18 919	11 586	7 989	57 917	8 971	203 445	20 176	16 392	119 611	4 551	42 715	-87 281	102 038	189 319
10	-50 591	141 603	42 612	11 800	7 450	62 990	16 751	192 194	20 479	18 190	109 317	2 965	41 243	-52 235	127 337	179 572
11	-31 569	135 912	31 331	8 018	7 064	58 342	31 157	167 481	20 081	22 432	84 863	2 957	37 148	-46 950	104 145	151 095
12	P -44 202	122 044	14 314	5 651	7 561	50 548	43 970	166 246	19 115	25 791	83 187	2 026	36 127	-29 013	123 344	152 357
13	A -45 494	128 388	26 168	10 412	9 817	61 261	20 730	173 882	19 435	28 777	85 421	1 426	38 823	-39 678	121 118	160 796
13 E-F	A -14 147	14 523	5 552	1 194	575	5 186	2 016	28 670	2 822	4 444	14 822	88	6 494	-15 411	17 449	32 860
14 E-F	A -12 406	15 557	5 493	1 928	720	5 287	2 129	27 963	2 818	4 748	14 140	61	6 196	-11 392	21 313	32 705
13 Feb	A -7 303	7 105	2 973	483	266	2 359	1 024	14 408	1 413	2 097	7 265	43	3 590	-160	11 660	11 820
Mar	A 3 470	15 409	5 205	387	1 991	6 333	1 493	11 939	1 384	2 368	5 707	18	2 462	-3 430	6 694	10 124
Abr	A -6 622	8 133	463	665	573	5 090	1 342	14 755	1 460	2 343	8 321	13	2 618	1 437	16 505	15 068
May	A -8 839	3 753	453	1 015	513	451	1 321	12 592	1 393	2 407	6 247	71	2 474	-7 679	2 136	9 815
Jun	A -6 292	14 032	4 811	1 030	340	5 674	2 177	20 324	2 506	2 385	11 916	72	3 445	-12 266	2 789	15 055
Jul	A -4 460	12 565	503	1 624	423	7 360	2 655	17 025	1 502	2 500	10 291	31	2 701	1 575	22 136	20 561
Ago	A -2 489	7 974	623	653	731	4 286	1 681	10 463	1 392	2 458	3 639	109	2 865	-9 412	-1 096	8 315
Sep	A 3 293	13 234	4 827	1 106	397	5 769	1 135	9 941	1 336	2 387	3 876	57	2 285	3 426	12 562	9 136
Oct	A -170	14 034	1 742	747	629	9 438	1 478	14 204	1 411	2 502	7 546	127	2 618	8 206	22 706	14 500
Nov	A -3 286	8 218	826	1 302	326	3 880	1 884	11 504	1 541	2 401	5 076	64	2 422	-4 154	5 911	10 065
Dic	A -5 952	16 513	1 163	689	3 319	7 794	3 548	22 465	2 688	2 582	7 980	776	8 439	-1 970	13 327	15 297
14 Ene	A -6 089	7 569	2 488	868	423	2 827	963	13 658	1 395	2 517	7 224	27	2 495	-15 856	5 221	21 077
Feb	A -6 317	7 988	3 005	1 060	297	2 460	1 166	14 305	1 423	2 231	6 916	34	3 701	4 464	16 092	11 629

ESTADO. CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN Y DÉFICIT DE CAJA (Suma móvil 12 meses)



ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN CONTABILIDAD NACIONAL (Suma móvil 12 meses)



FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (IGAE).

6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS. ESPAÑA

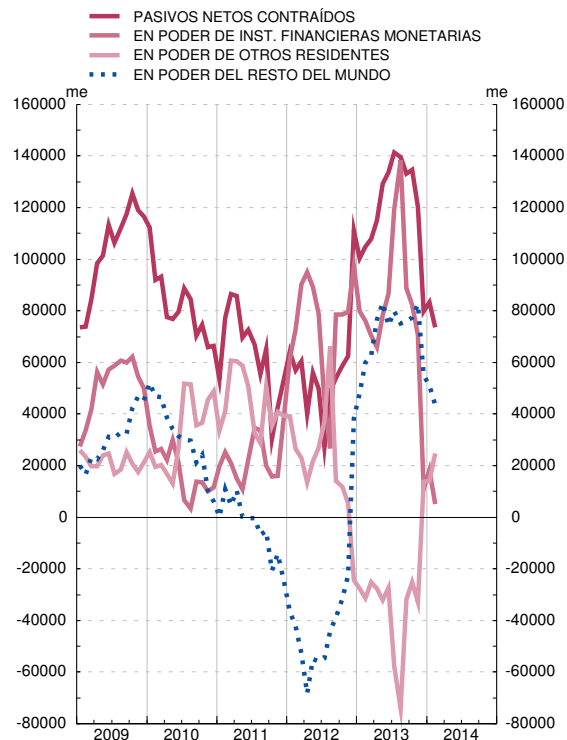
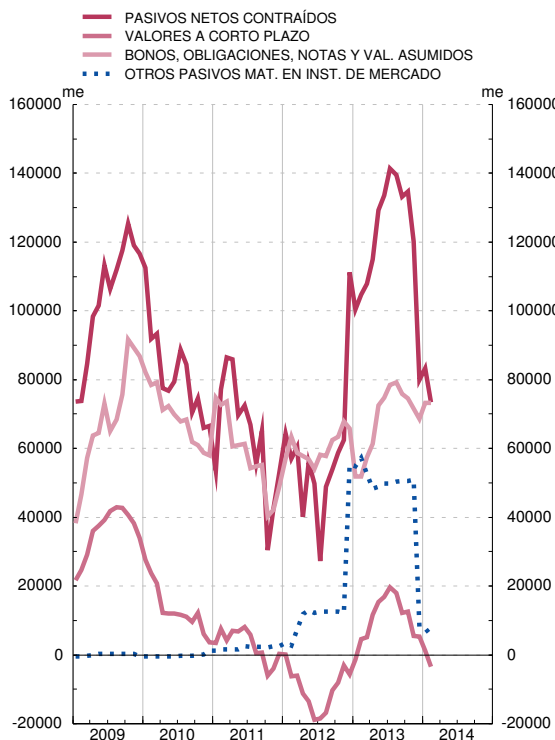
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Adquisiciones netas de activos financieros		Pasivos netos contraídos										Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)	
		Total	Del cual	Del cual		Por instrumentos					Por sectores de contrapartida				
				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	
09	-98 063	18 509	-4 197	116 572	1 524	34 043	86 807	-535	-510	-3 233	71 270	49 997	21 274	45 302	119 805
10	-50 591	15 926	-5	66 517	-726	3 616	57 958	-544	1 145	4 341	60 357	11 622	48 735	6 161	62 176
11	-31 569	21 149	-75	52 718	-1 442	312	48 941	-537	2 584	1 418	76 734	37 411	39 323	-24 016	51 300
12	P -44 202	66 964	2 275	111 166	-2 704	-5 749	65 832	-542	55 412	-3 788	72 757	97 138	-24 380	38 408	114 954
13	A -45 494	34 378	-2 400	79 872	-34	5 376	68 613	-876	8 014	-1 254	24 759	10 916	13 843	55 113	81 127
13 E-F	A -14 147	-159	-2 400	13 988	1 507	4 924	13 104	-	2 562	-6 602	4 066	16 175	-12 109	9 922	20 590
14 E-F	A -12 406	-4 806	-0	7 600	3	-3 845	17 800	-	206	-6 561	9 130	10 440	-1 310	-1 530	14 161
13 Feb	A -7 303	7 753	-490	15 056	1 501	1 523	14 061	-	2 315	-2 844	5 026	10 149	-5 123	10 030	17 900
Mar	A 3 470	15 818	100	12 348	7	-1 627	14 589	-	-31	-582	22 040	14 557	7 483	-9 692	12 930
Abr	A -6 622	-10 992	-99	-4 370	-11	1 096	-7 055	-876	2	2 463	-4 343	-2 152	-2 191	-26	-6 832
May	A -8 839	12 496	-1	21 335	7	1 800	18 563	-	1 903	-932	13 318	11 270	2 047	8 017	22 266
Jun	A -6 292	2 424	-1	8 716	-1 550	-1 338	8 746	-	869	439	17 427	8 883	8 544	-8 711	8 277
Jul	A -4 460	-9 142	135	-4 682	2	3 485	-7 735	-	348	-781	-9 871	-4 487	-5 384	5 189	-3 901
Ago	A -2 489	613	-134	3 102	2	-2 850	6 095	-	640	-782	1 771	-2 669	4 440	1 332	3 885
Sep	A 3 293	10 417	2 901	7 124	2	1 525	10 429	-	111	-4 941	-1 468	1 679	-3 147	8 592	12 066
Oct	A -170	-7 667	-800	-7 497	-3	813	-8 027	-	-42	-242	-10 599	-6 822	-3 776	3 101	-7 256
Nov	A -3 286	779	300	4 065	2	-1 839	11 351	-	446	-5 892	-11 838	-8 842	-2 996	15 903	9 957
Dic	A -5 952	19 791	-2 400	25 743	2	-614	8 553	-	1 206	16 599	4 257	-16 675	20 932	21 487	9 145
14 Ene	A -6 089	-3 699	0	2 390	2	-685	3 626	-	15	-566	6 565	13 424	-6 860	-4 175	2 956
Feb	A -6 317	-1 107	-0	5 210	2	-3 160	14 174	-	192	-5 995	2 565	-2 984	5 549	2 645	11 206

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.

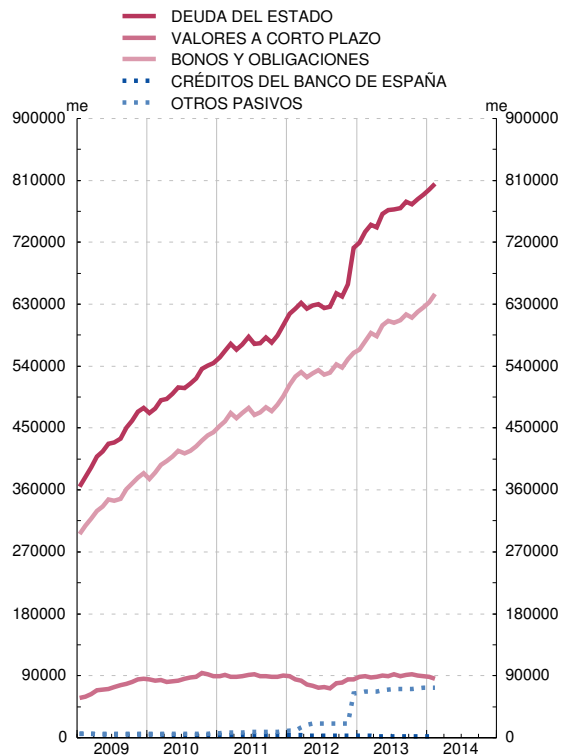
6.3. ESTADO. DEUDA SEGÚN EL PROTOCOLO DE DÉFICIT EXCESIVO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

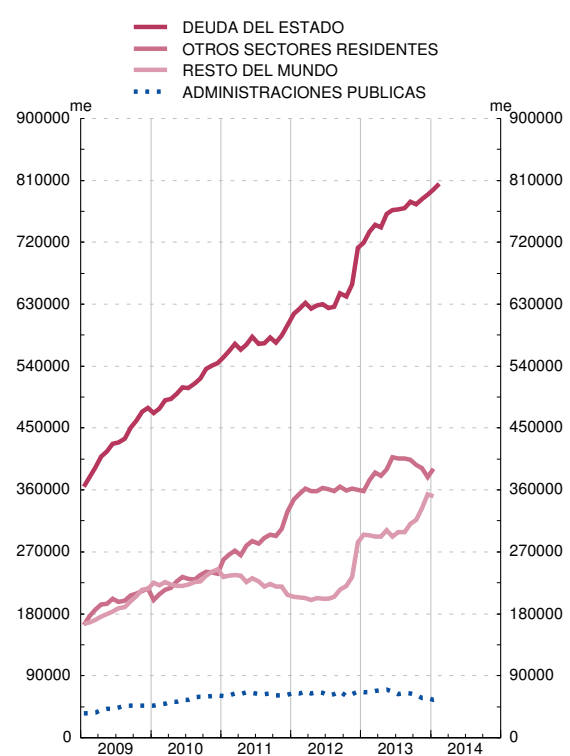
Millones de euros

	Deuda según el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE)										Pro memoria:					
	Total	Del cual:					Por instrumentos					Por sectores de contrapartida				
		En monedas distintas del euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Resto de deuda PDE (a)	En poder de sectores residentes			Resto del mundo	Depósitos en el Banco de España	Otros depósitos: Subastas de liquidez del Tesoro	Avales prestados (saldo vivo)			
							Total	Administraciones Públicas	Otros sectores residentes				De los cuales:			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
09	479 541	68	85 513	383 864	4 665	5 498	263 300	46 105	217 195	216 240	305	24 486	58 854	3 000	-	
10	544 790	0	89 756	444 308	4 082	6 644	299 648	61 170	238 478	245 142	300	28 598	73 560	6 000	-	
11	598 995	0	90 608	495 662	3 499	9 228	391 375	62 613	328 763	207 620	225	30 391	99 748	23 851	2 993	
12	P 711 495	0	84 613	559 327	2 915	64 640	427 748	67 328	360 420	283 748	2 500	32 500	168 165	26 608	30 820	
13 Feb	A 735 101	0	89 408	575 576	2 915	67 202	440 835	66 431	374 404	294 267	100	43 814	182 305	28 014	31 737	
Mar	A 745 458	0	87 693	587 679	2 915	67 171	452 944	67 818	385 126	292 514	200	47 642	176 356	29 597	29 269	
Abr	A 741 524	0	88 702	583 705	1 943	67 173	449 133	68 574	380 559	292 391	100	38 249	176 204	29 672	30 831	
May	A 760 771	0	90 396	599 355	1 943	69 076	459 403	69 899	389 504	301 368	100	47 800	170 954	31 720	30 861	
Jun	A 766 988	0	89 000	606 099	1 943	69 945	475 004	67 465	407 540	291 983	99	39 360	171 133	31 720	31 996	
Jul	A 767 687	0	92 423	603 026	1 943	70 294	468 928	63 275	405 653	298 759	234	38 173	170 305	31 720	33 021	
Ago	A 769 250	0	89 504	606 869	1 943	70 934	470 708	64 928	405 780	298 542	99	31 301	170 944	31 720	33 840	
Sep	A 779 089	239	90 987	615 115	1 943	71 044	468 328	64 468	403 860	310 762	3 000	40 380	169 363	29 654	34 657	
Oct	A 774 948	235	91 742	610 260	1 943	71 002	458 916	62 461	396 455	316 032	2 200	38 449	169 926	30 454	35 887	
Nov	A 782 444	240	89 839	619 213	1 943	71 448	449 610	57 836	391 774	332 834	2 500	23 861	168 108	31 954	35 887	
Dic	A 789 049	240	89 174	625 278	1 943	72 654	435 810	57 387	378 423	353 239	100	20 184	165 054	31 954	34 841	
14 Ene	A 796 231	244	88 434	633 185	1 943	72 669	445 538	54 947	390 591	350 693	100	19 478	165 181	31 954	36 481	
Feb	A 804 959	242	85 231	644 924	1 943	72 861	...	55 885	...	...	100	27 666	158 369	30 454	37 300

ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN Por instrumentos



ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN Por sectores de contrapartida



FUENTE: BE.

- a. Incluye los préstamos del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), otros préstamos, valores no negociables y moneda en circulación.
b. Facilidad Europea de Estabilización Financiera.

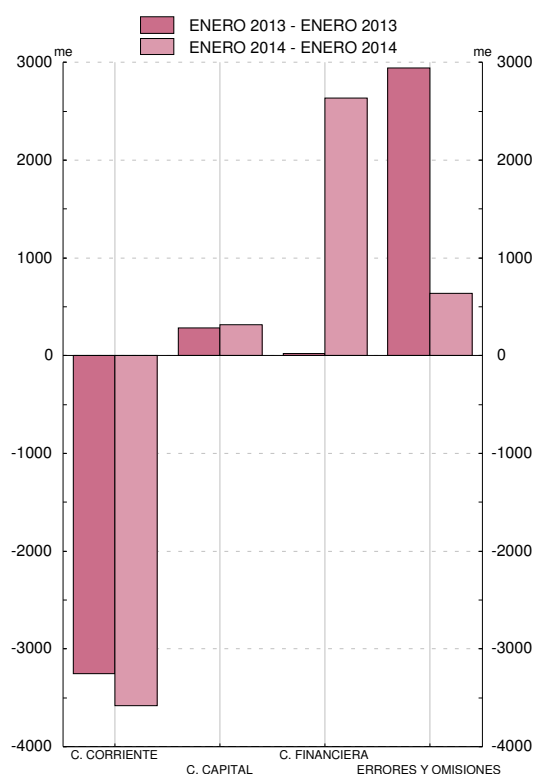
7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE

■ Serie representada gráficamente.

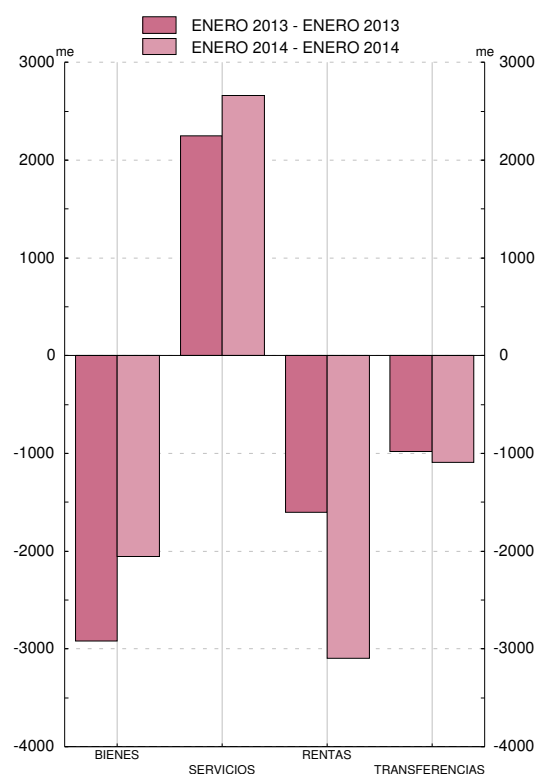
Millones de euros

	Cuenta corriente (a)													Cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta financiera (saldo)	Errores y omisiones
	Total (saldo)	Bienes			Servicios				Rentas			Transferecias corrientes (saldo)					
		Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos		Pagos		Saldo	Ingresos		Pagos				
						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)	
11	-38 968	-43 451	221 157	264 608	35 281	102 013	43 126	66 732	12 349	-24 329	46 463	70 792	-6 469	5 431	-33 537	30 307	3 230
12	P -12 428	-27 796	230 223	258 020	37 554	106 451	43 791	68 897	11 913	-17 918	39 808	57 726	-4 267	6 594	-5 834	324	5 509
13	P 7 965	-11 637	238 703	250 340	40 870	109 307	45 505	68 437	12 249	-15 277	36 884	52 161	-5 992	7 834	15 799	-25 286	9 487
13 E-E	P -3 252	-2 917	18 011	20 927	2 248	7 753	2 686	5 505	743	-1 602	2 801	4 403	-982	285	-2 968	23	2 944
14 E-E	A -3 584	-2 057	18 882	20 938	2 659	8 373	2 890	5 714	791	-3 093	2 637	5 730	-1 093	314	-3 270	2 633	637
12 Oct	P 352	-1 343	21 052	22 394	3 736	9 687	4 195	5 951	1 104	-1 514	2 536	4 050	-527	1 024	1 376	-1 661	285
Nov	P 778	-1 181	19 927	21 108	1 849	7 721	2 604	5 872	1 058	-1 804	2 416	4 220	1 915	901	1 679	-189	-1 490
Dic	P 3 007	-1 394	18 661	20 055	1 785	8 224	2 151	6 439	886	314	5 768	5 455	2 303	753	3 761	-8 348	4 588
13 Ene	P -3 252	-2 917	18 011	20 927	2 248	7 753	2 686	5 505	743	-1 602	2 801	4 403	-982	285	-2 968	23	2 944
Feb	P -2 030	-643	18 562	19 205	2 215	7 285	2 296	5 070	819	-1 427	2 590	4 017	-2 175	744	-1 286	6 057	-4 771
Mar	P 1 004	763	20 911	20 148	2 311	7 558	2 886	5 246	822	-1 374	2 584	3 957	-697	348	1 352	-3 347	1 995
Abr	P -1 168	-1 093	20 541	21 634	2 146	8 031	2 723	5 885	781	-1 191	2 954	4 145	-1 030	952	-216	-2 336	2 552
May	P 2 413	514	21 062	20 547	3 572	8 856	3 792	5 283	678	-730	3 378	4 108	-944	1 381	3 795	-5 353	1 559
Jun	P 2 075	-60	21 511	21 570	4 176	9 850	4 585	5 674	1 155	-1 389	3 212	4 601	-652	197	2 272	-2 291	19
Jul	P 1 709	-276	19 996	20 272	5 525	11 733	5 804	6 208	1 293	-2 379	2 944	5 323	-1 161	504	2 214	-5 254	3 041
Ago	P 2 601	-1 320	17 369	18 689	5 288	10 670	6 159	5 383	1 348	-447	2 773	3 220	-920	634	3 235	-1 142	-2 094
Sep	P 229	-2 580	19 948	22 527	4 494	10 404	5 078	5 910	1 301	-1 061	2 704	3 765	-624	115	344	-5 188	4 844
Oct	P 1 742	-869	21 721	22 590	4 265	10 363	4 411	6 098	1 172	-1 451	2 452	3 903	-204	644	2 385	954	-3 339
Nov	P 908	-1 194	19 594	20 787	2 582	8 071	2 742	5 490	1 165	-2 092	2 355	4 448	1 612	403	1 311	-2 061	750
Dic	P 1 733	-1 964	19 478	21 442	2 047	8 731	2 343	6 685	973	-133	6 138	6 272	1 784	1 627	3 360	-5 348	1 988
14 Ene	A -3 584	-2 057	18 882	20 938	2 659	8 373	2 890	5 714	791	-3 093	2 637	5 730	-1 093	314	-3 270	2 633	637

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).

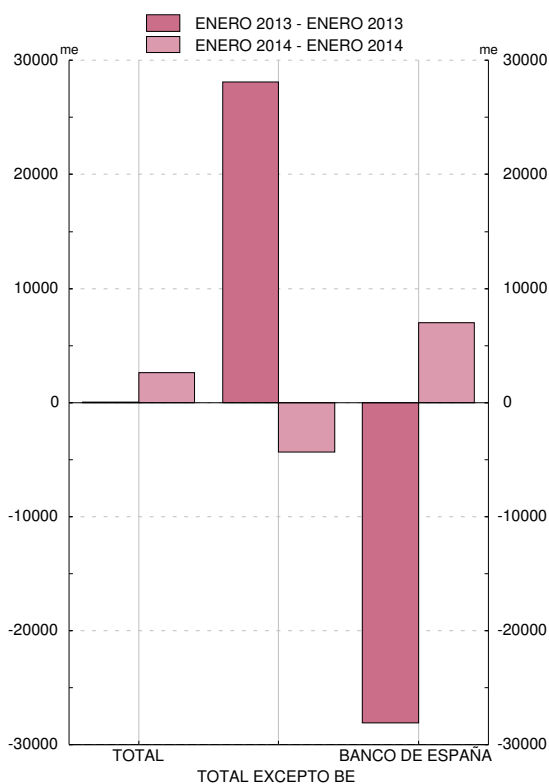
7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

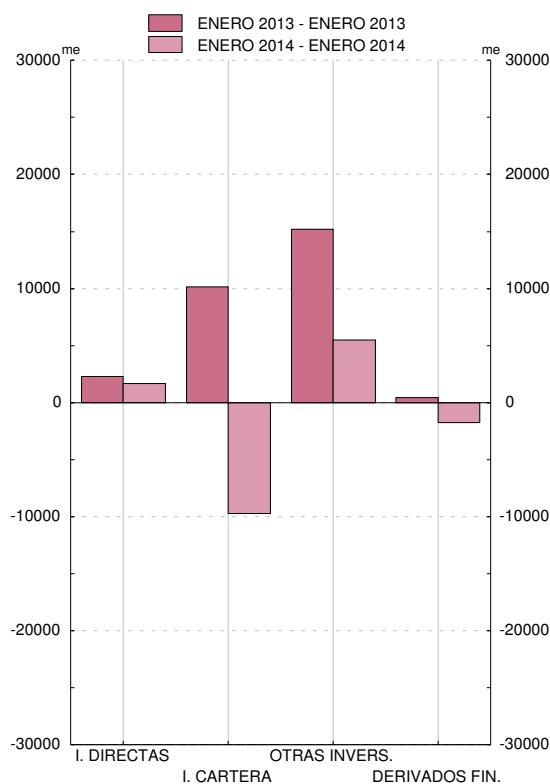
Millones de euros

Cuenta financiera	Total, excepto Banco de España												Banco de España			
	Total (VNP-VNA) 1= 2+13	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Derivados financieros netos (VNP-VNA) 12	Total (VNP-VNA) 13=14+15+16	Reservas (e) 14	Activos netos frente al Euro-sistema (e) 15	Otros activos netos (VNP-VNA) 16	
		Saldo (VNP-VNA) 3=5-4	De España en el exterior (VNA) 4	Del exterior en España (VNP) (b) 5	Saldo (VNP-VNA) 6=8-7	De España en el exterior (VNA) 7	Del exterior en España (VNP) (c) 8	Saldo (VNP-VNA) 9=11-10	De España en el exterior (VNA) 10	Del exterior en España (VNP) 11						
																2=3+6+9+12	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10	10	11
11	30 307	-78 924	-9 197	29 612	20 415	-25 700	-42 495	-68 194	-41 961	33 895	-8 066	-2 067	109 231	-10 022	124 056	-4 803
12	P 324	-173 191	23 098	-3 099	19 999	-54 928	3 283	-51 645	-149 711	44 867	-104 844	8 349	173 516	-2 211	162 366	13 361
13	P -25 286	88 981	9 890	19 609	29 499	40 360	-8 800	31 560	35 254	-52 625	-17 371	3 477	-114 267	-462	-123 660	9 855
13 E-E	P 23	28 091	2 295	1 327	3 622	10 159	-993	9 167	15 221	-2 149	13 072	416	-28 068	-934	-27 930	796
14 E-E	A 2 633	-4 345	1 653	1 672	3 325	-9 753	7 884	-1 868	5 471	-1 560	3 911	-1 717	6 978	-43	7 411	-390
12 Oct	P -1 661	16 339	2 909	2 542	5 450	17 927	-7 803	10 124	-5 212	2 550	-2 662	716	-18 000	2	-19 704	1 702
Nov	P -189	14 423	7 420	-4 488	2 932	32 368	-13 093	19 275	-26 148	2 431	-23 717	783	-14 612	-13	-14 388	-211
Dic	P -8 348	19 047	6 846	-4 657	2 189	-23 220	37 720	14 500	35 730	2 589	38 319	-310	-27 395	18	-28 704	1 291
13 Ene	P 23	28 091	2 295	1 327	3 622	10 159	-993	9 167	15 221	-2 149	13 072	416	-28 068	-934	-27 930	796
Feb	P 6 057	17 485	2 307	-744	1 563	1 728	-83	1 645	13 904	-1 405	12 499	-455	-11 428	-8	-12 286	866
Mar	P -3 347	-4 076	-1 383	5 789	4 406	-13 359	-50	-13 408	10 595	4 227	14 821	71	729	155	-226	799
Abr	P -2 336	4 152	3 500	-1 587	1 913	-3 264	-2 761	-6 025	2 995	-735	2 260	921	-6 488	136	-7 781	1 156
May	P -5 353	-2 056	555	520	1 075	3 720	403	4 122	-5 923	-2 795	-8 718	-407	-3 298	163	-4 220	759
Jun	P -2 291	-337	16	2 191	2 207	-10 611	-1 284	-11 894	9 658	-4 291	5 367	600	-1 954	81	-2 302	267
Jul	P -5 254	-5 532	1 665	-337	1 328	4 189	-5 073	-885	-11 802	-30 434	-42 236	415	278	98	-1 175	1 355
Ago	P -1 142	-2 242	533	1 177	1 709	239	2 371	2 610	-3 608	-3 148	-6 756	594	1 100	29	164	908
Sep	P -5 188	6 696	1 900	1 470	3 370	6 620	-521	6 099	-2 728	2 788	60	904	-11 884	-107	-13 063	1 286
Oct	P 954	4 700	4 491	-1 757	2 734	2 522	-3 936	-1 414	-3 153	-2 727	-5 880	840	-3 746	-115	-4 341	709
Nov	P -2 061	20 547	-426	2 968	2 542	16 899	4 284	21 183	4 005	-5 870	-1 865	70	-22 608	14	-22 928	307
Dic	P -5 348	21 551	-5 564	8 592	3 028	21 517	-1 157	20 361	6 089	-6 086	3	-491	-26 899	27	-27 571	645
14 Ene	A 2 633	-4 345	1 653	1 672	3 325	-9 753	7 884	-1 868	5 471	-1 560	3 911	-1 717	6 978	-43	7 411	-390

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

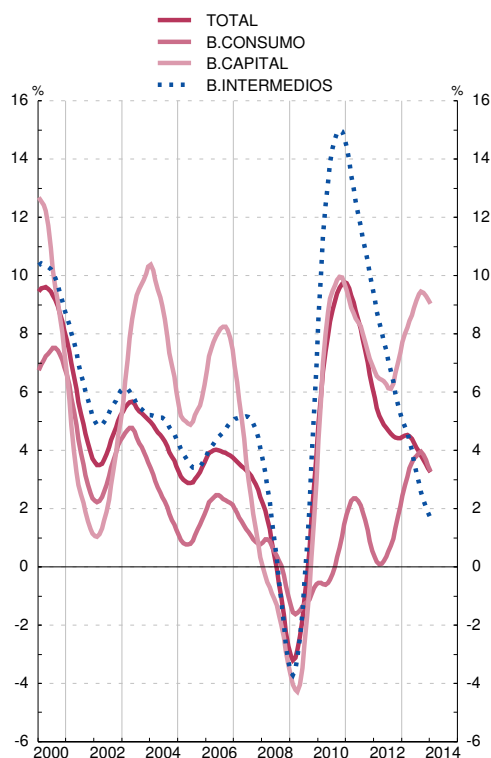
■ Serie representada gráficamente.

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 28		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
06	170 439	10,0	5,2	2,9	12,7	5,6	-3,7	6,2	8,1	7,8	8,4	17,7	6,0	34,5	12,8	16,5
07	185 023	8,6	5,8	3,0	4,4	8,1	6,6	8,1	8,0	8,4	7,1	-1,1	22,3	-12,5	23,5	-0,8
08	189 228	2,3	0,7	2,4	-5,6	0,6	19,0	-0,6	-0,1	-0,5	-0,4	1,4	30,1	1,0	1,2	4,2
09	159 890	-15,5	-9,4	-3,4	-14,1	-12,8	-19,9	-12,2	-15,5	-13,2	-15,1	-24,4	-11,4	-17,9	-7,7	8,5
10	186 780	16,8	15,0	-3,4	22,4	28,6	15,4	29,6	14,3	13,6	15,2	15,5	9,6	35,7	34,1	27,0
11	215 230	15,2	10,0	6,8	17,9	10,7	12,1	11,4	12,7	9,5	13,6	20,0	26,2	18,8	27,2	1,3
12	226 115	5,1	3,0	-2,6	-8,2	7,9	27,0	6,0	0,5	-0,7	...	14,0	...	17,6	11,7	29,9
13	P 234 240	5,4	5,4	6,9	14,6	3,3	5,4	-2,9	5,0	4,4	4,0	-2,7	14,2	20,0	6,1	0,8
12 Dic	P 17 789	4,6	0,2	5,2	4,7	-3,2	37,3	-5,7	3,8	1,2	5,6	12,3	-13,3	14,8	18,8	68,6
13 Ene	P 17 882	7,9	5,3	5,3	17,6	3,7	-1,0	4,0	3,6	1,9	3,4	6,2	83,2	20,0	15,2	1,5
Feb	P 18 414	2,4	4,9	0,3	16,0	6,1	-31,4	9,1	-0,6	-1,7	-1,8	-9,1	37,0	22,9	25,8	11,3
Mar	P 20 289	2,0	5,5	0,2	5,4	8,5	3,7	8,9	-8,1	-8,9	-6,9	13,9	41,1	16,3	2,3	-36,1
Abr	P 20 398	18,6	16,3	18,6	42,1	11,3	26,5	10,4	13,2	11,6	16,2	23,9	8,3	36,7	32,1	28,2
May	P 20 891	7,3	7,7	11,0	4,7	6,5	47,1	3,9	6,4	4,7	6,7	18,7	-1,1	24,5	12,9	-5,6
Jun	P 20 848	10,5	7,5	5,0	4,9	9,2	41,3	7,1	15,3	13,0	12,7	-16,0	14,8	15,9	-3,4	-5,2
Jul	P 19 861	1,3	-0,1	0,9	7,7	-1,6	-15,3	-0,5	-3,0	-4,7	-2,0	-11,2	30,5	30,0	-5,8	24,4
Ago	P 17 216	3,8	1,9	6,8	38,2	-3,6	20,1	-5,3	11,8	9,9	3,7	-19,8	0,0	9,3	20,3	7,9
Sep	P 19 345	8,3	11,4	22,7	22,9	5,0	-4,7	5,7	12,4	13,9	8,9	-5,4	-13,1	24,0	14,1	-4,6
Oct	P 21 465	1,8	1,2	8,7	14,5	-4,6	-16,0	-3,6	6,8	7,3	3,5	-16,8	-16,8	16,3	-8,2	-14,4
Nov	P 19 319	-2,2	-0,9	2,9	7,7	-4,7	17,6	-6,2	0,1	1,3	-0,9	-15,2	-11,6	14,7	-12,5	19,4
Dic	P 18 313	2,9	5,5	4,4	9,5	5,2	-24,3	7,9	1,9	4,8	4,1	-2,3	-2,0	10,0	-17,6	-15,1
14 Ene	P 18 434	3,1	5,4	2,5	19,8	5,1	12,3	4,6	5,2	5,6	5,8	8,1	-38,3	0,1	27,5	41,1

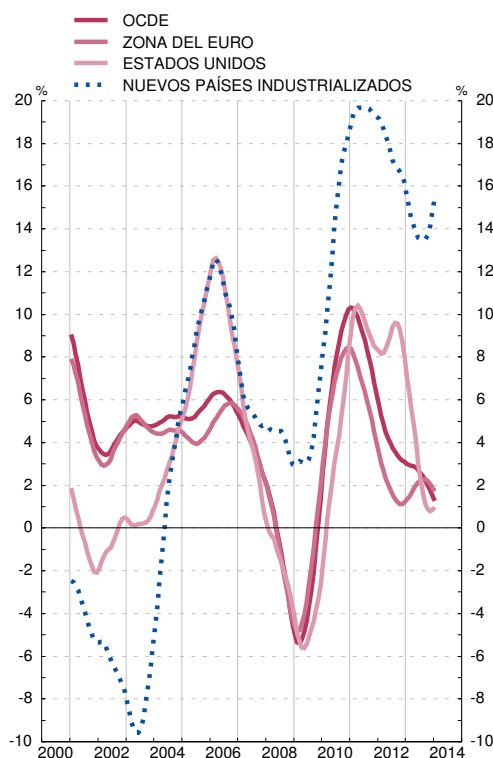
POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME, MHAP y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 4 y 5.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

7.4. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. IMPORTACIONES E INTRODUCCIONES

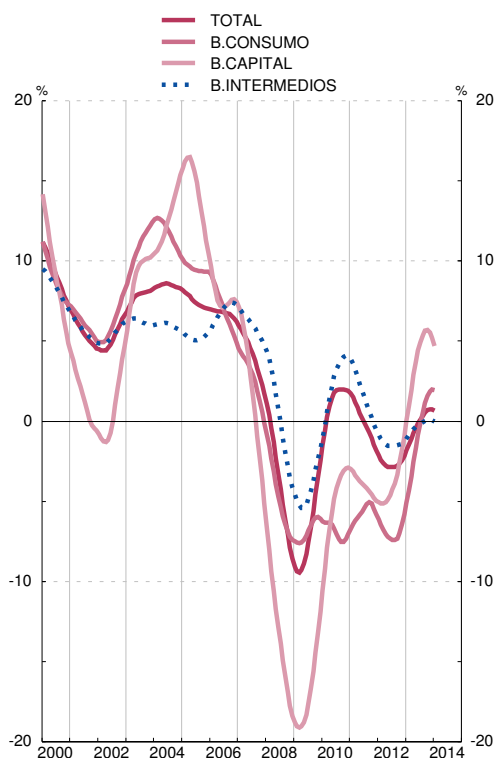
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 28		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Total	Estados Unidos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
06	262 687	12,8	8,5	7,3	2,5	10,2	6,1	11,5	8,4	8,0	8,8	14,7	25,3	24,1	22,7	28,6
07	285 038	8,5	7,6	5,8	10,8	7,8	4,0	8,9	10,5	11,0	9,7	16,4	-6,3	-6,8	28,7	-3,7
08	283 388	-0,6	-4,5	-6,4	-14,3	-1,9	5,8	-3,9	-8,2	-8,8	-7,3	12,9	37,4	16,6	10,8	-16,1
09	206 116	-27,3	-17,5	-12,1	-31,4	-17,5	-9,9	-20,0	-23,8	-25,6	-24,6	-25,1	-38,6	-31,1	-29,5	-31,6
10	240 056	16,5	11,3	-4,1	9,0	19,0	3,3	24,5	9,8	7,5	10,5	14,2	36,0	44,8	30,8	7,1
11	263 141	9,6	1,1	-3,0	-4,6	3,2	1,8	3,6	5,9	6,7	6,6	12,6	20,1	21,0	-1,1	-2,8
12	257 946	-2,0	-6,3	-8,2	-7,9	-5,5	0,2	-7,0	-5,8	-5,8	...	-9,1	...	9,1	-4,8	-12,4
13	250 195	-1,0	3,1	2,5	14,1	2,4	1,3	3,2	1,5	1,4	1,3	5,8	-6,7	-12,1	-1,2	2,4
12 Dic	19 083	-11,5	-13,6	-4,8	-2,1	-17,5	-14,1	-18,7	-13,4	-13,3	-13,7	2,7	-8,9	-44,2	-3,2	-25,7
13 Ene	21 380	5,7	6,7	-4,9	0,4	10,9	18,2	8,6	-0,7	1,4	2,8	29,4	0,5	-3,7	-5,3	-4,2
Feb	19 598	-9,8	-6,3	-10,6	0,7	-5,6	-13,0	-3,2	-9,7	-8,8	-10,1	-16,8	-6,3	-38,8	-7,9	-16,4
Mar	19 654	-15,0	-10,6	-18,4	-7,0	-8,3	-9,3	-7,9	-11,8	-12,3	-12,1	-16,2	-10,4	-47,0	2,2	-16,9
Abr	22 041	7,2	14,8	10,7	24,1	15,1	15,0	15,2	6,5	7,3	6,6	14,2	9,1	-14,3	-1,8	36,0
May	20 918	-2,2	3,9	1,2	14,8	3,7	19,9	-0,5	-1,1	0,3	-3,7	-5,8	26,4	-24,2	-5,8	0,8
Jun	20 955	-2,8	-0,0	5,9	22,0	-3,5	-6,5	-2,6	2,5	1,6	3,1	-10,3	-17,5	-28,0	-12,9	-0,7
Jul	20 647	-3,0	-0,7	0,1	9,7	-1,8	3,8	-3,4	-3,7	-5,5	-3,2	-1,3	-3,5	-11,9	-2,0	-2,0
Ago	19 025	-3,6	3,1	5,5	17,1	1,2	-2,0	2,4	3,7	2,4	4,4	14,9	-16,4	-11,8	-6,8	8,1
Sep	21 932	4,7	8,7	14,5	32,6	5,0	-4,3	8,0	9,3	9,8	8,8	-3,8	-12,8	14,8	7,6	1,2
Oct	22 824	1,1	8,4	10,1	18,8	7,0	0,4	8,9	4,5	4,6	6,2	25,3	-25,6	-1,2	3,2	-8,7
Nov	21 078	-0,4	2,4	7,8	19,4	-0,7	-3,8	0,2	8,2	6,9	5,5	16,4	-14,6	-5,0	-2,4	7,4
Dic	20 143	5,6	9,3	11,5	15,7	8,1	-4,4	12,4	9,7	9,3	6,6	20,9	-9,5	23,7	16,4	23,4
14 Ene	21 253	-0,6	6,5	17,2	11,7	3,2	-4,5	5,7	8,1	6,8	9,5	16,9	-21,9	-27,7	5,2	9,3

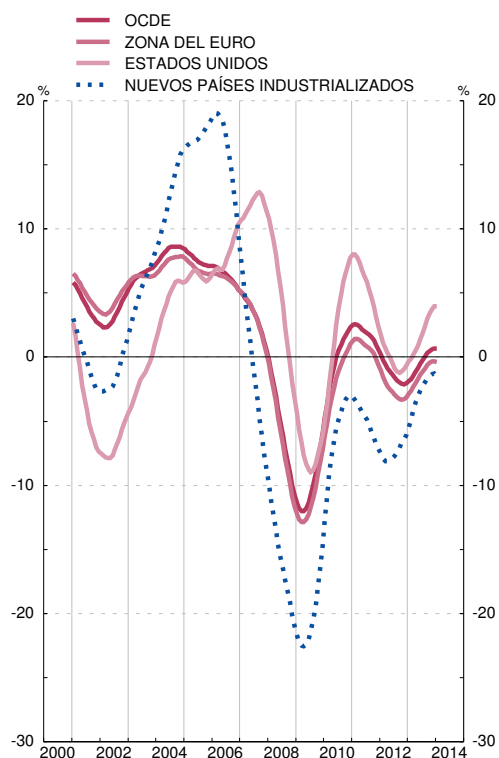
POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME, MHAP y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 2 y 3.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

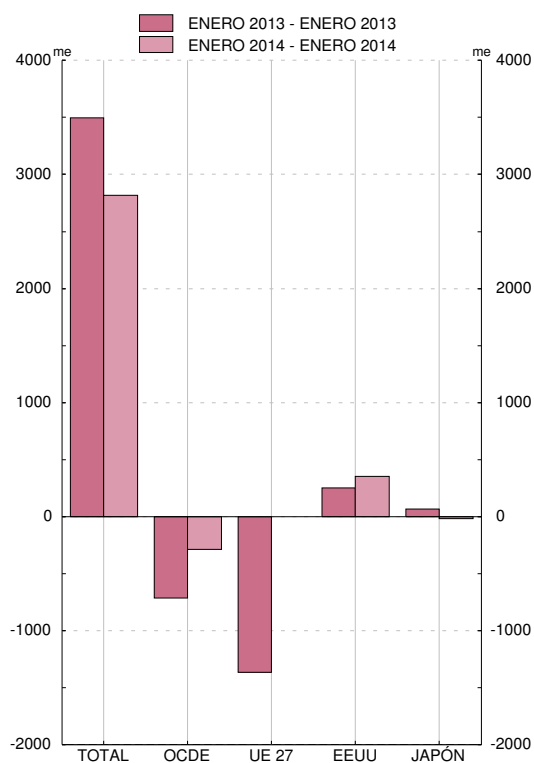
a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL

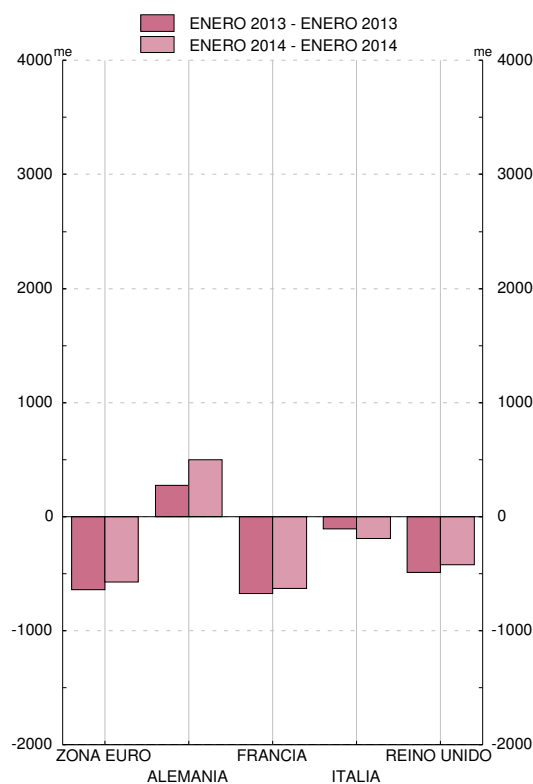
Millones de euros

1	Total mundial	Unión Europea (UE 28)						OCDE					13	China	15	
		2=3+7	Zona del Euro			Resto de la UE 28			Del cual:			12				
			3	Del cual:			7	8	9	10	11					
				Total	Alemania	Francia										Italia	Total	Reino Unido	EEUU	Japón
07	-100 015	-39 945	-38 109	-23 752	-214	-8 375	-1 836	133	-54 211	-2 555	-4 779	-14 682	-3 477	-16 366	-4 347	
08	-94 160	-26 033	-26 207	-19 612	3 019	-6 608	174	356	-39 729	-3 739	-3 663	-20 561	-4 971	-18 340	-3 296	
09	-46 227	-8 922	-6 767	-9 980	6 787	-1 847	-2 156	187	-15 709	-2 742	-1 958	-10 701	-2 641	-12 471	-1 532	
10	-53 276	-4 816	-2 211	-8 598	7 904	-477	-2 605	597	-11 261	-3 058	-2 054	-16 216	-4 267	-16 253	-1 252	
11	-47 910	3 559	1 029	-8 984	8 590	219	2 529	2 955	-1 751	-2 956	-1 389	-19 066	-5 312	-15 317	-1 116	
12	-31 831	12 203	6 774	-4 118	9 222	656	5 429	3 778	...	-858	-859	...	-5 124	-14 023	83	
13	P	-15 955	17 695	10 986	-4 188	10 355	1 819	6 709	5 991	15 362	-1 540	-191	-17 334	-1 121	-13 421	3
12 Dic	P	-1 294	1 280	553	-277	712	31	727	547	1 103	-83	-51	-1 413	15	-983	144
13 Ene	P	-3 499	1 378	639	-274	674	108	739	490	715	-252	-69	-1 685	-432	-1 268	-46
Feb	P	-1 184	1 498	938	-233	658	278	561	607	1 125	-139	-10	-1 401	55	-1 030	92
Mar	P	635	1 767	1 224	-187	873	234	543	378	1 932	98	-46	-1 192	-117	-894	-28
Abr	P	-1 642	1 584	961	-298	1 128	200	623	482	1 413	-151	-11	-1 808	16	-892	-75
May	P	-27	2 208	1 339	-314	962	218	869	804	2 204	-9	-58	-1 578	32	-1 006	-55
Jun	P	-107	2 186	1 228	-335	1 193	53	959	905	1 881	-21	4	-1 406	177	-975	-19
Jul	P	-787	1 584	1 174	-348	810	220	410	419	1 587	-70	58	-1 328	1	-1 232	33
Ago	P	-1 809	1 360	924	-301	948	147	436	295	1 216	-46	37	-1 653	-176	-1 153	-4
Sep	P	-2 587	889	623	-487	795	121	266	278	566	-49	-9	-1 554	-364	-1 374	-2
Oct	P	-1 359	1 595	895	-426	1 106	119	699	588	1 163	-299	31	-1 219	-4	-1 269	12
Nov	P	-1 759	1 098	815	-459	505	172	283	330	715	-334	-43	-1 304	-219	-1 065	63
Dic	P	-1 830	548	227	-528	703	-51	321	414	844	-269	-75	-1 208	-90	-1 261	34
14 Ene	P	-2 818	1 168	574	-501	628	191	594	422	289	-351	20	-1 511	-121	-1 265	20

DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



FUENTE: MHAP.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 3 y 5.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

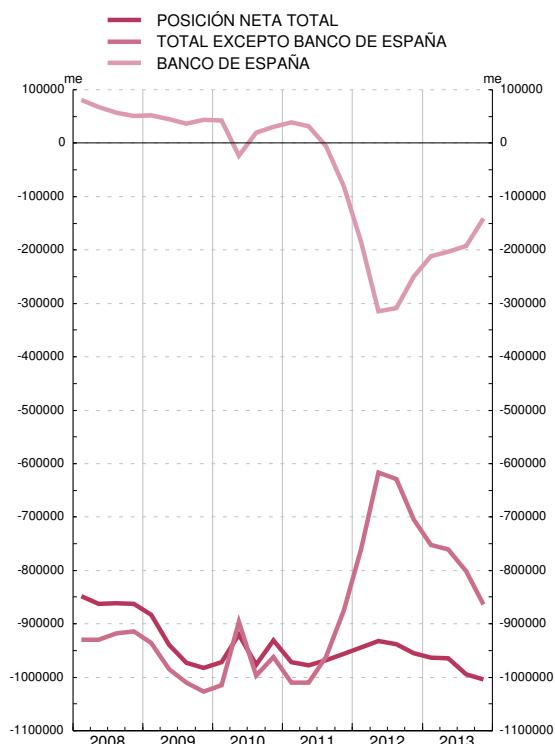
7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

Saldos a fin de periodo en mm de euros

	Total excepto Banco de España												Banco de España			
	Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Posición neta excepto Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Derivados financieros Posición neta (activos-pasivos)	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos netos frente al Euro-sistema	Otros activos netos (activos-pasivos) (a)
			Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (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)					
05	-505,5	-577,2	-67,1	258,9	326,0	-273,6	454,7	728,4	-236,5	268,2	504,7	...	71,7	14,6	17,1	40,1
06	-648,2	-743,9	-19,3	331,1	350,4	-508,9	455,7	964,6	-206,1	324,9	530,9	-9,6	95,7	14,7	29,4	51,6
07	-822,8	-901,7	-2,6	395,4	398,0	-648,5	438,4	1 086,9	-231,8	379,5	611,3	-18,8	78,9	12,9	1,1	64,9
08	-863,1	-914,0	1,3	424,4	423,2	-603,7	354,2	1 068,1	-305,1	386,6	691,8	-6,4	50,9	14,5	-30,6	67,0
09	-982,2	-1 026,3	-4,5	434,4	438,9	-693,7	374,3	1 068,1	-327,1	369,6	696,8	-1,0	44,1	19,6	-36,4	60,9
10 IV	-931,5	-961,8	18,6	488,9	470,2	-634,5	311,7	946,2	-348,6	370,5	719,1	2,7	30,3	23,9	-46,1	52,5
11 I	-971,2	-1 010,7	-0,5	486,9	487,3	-665,8	301,8	967,6	-342,8	376,6	719,4	-1,5	39,5	23,2	-35,2	51,5
II	-978,3	-1 010,5	13,6	491,1	477,5	-642,5	293,4	935,9	-381,3	378,9	760,2	-0,3	32,2	23,5	-40,6	49,3
III	-967,7	-962,5	14,2	488,2	474,0	-612,9	274,9	887,8	-371,5	383,9	755,4	7,6	-5,2	27,6	-83,8	51,1
IV	-956,1	-875,1	21,3	507,4	486,1	-584,2	258,1	842,3	-318,2	393,6	711,8	5,9	-81,0	36,4	-170,2	52,8
12 I	-944,2	-759,4	22,3	506,6	484,2	-522,1	270,3	792,4	-262,6	410,7	673,3	2,9	-184,8	36,0	-271,2	50,5
II	-932,3	-617,4	17,8	505,3	487,5	-438,3	254,8	693,1	-201,5	439,0	640,5	4,6	-314,9	41,4	-403,6	47,3
III	-938,6	-629,3	15,5	494,0	478,5	-463,8	254,0	717,8	-183,9	415,7	599,6	2,8	-309,3	40,2	-395,4	45,9
IV	-954,5	-704,2	-6,0	482,6	488,6	-514,2	276,0	790,2	-186,0	419,9	605,9	2,1	-250,3	38,3	-332,6	43,9
13 I	-963,6	-752,5	-11,0	489,7	500,6	-519,7	283,2	802,8	-223,9	420,9	644,8	2,0	-211,1	39,7	-292,1	41,4
II	-964,2	-760,7	-35,2	469,7	504,9	-503,9	280,2	784,1	-223,9	415,4	639,4	2,3	-203,5	35,4	-277,8	38,9
III	-994,5	-801,6	-43,9	467,8	511,8	-551,7	284,6	836,4	-208,1	384,9	593,0	2,2	-192,9	35,3	-263,7	35,5
IV	-1 004,5	-863,4	-52,8	466,4	519,2	-609,5	293,5	903,0	-203,7	380,7	584,5	2,6	-141,1	33,6	-208,9	34,2

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.

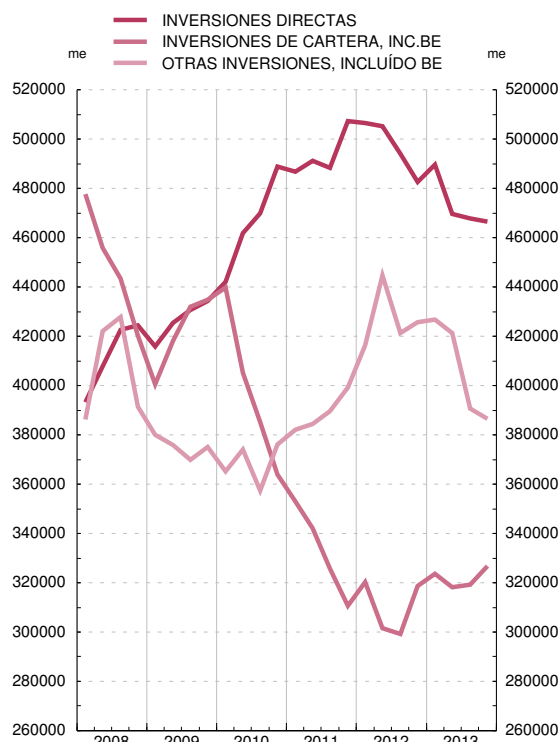
7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

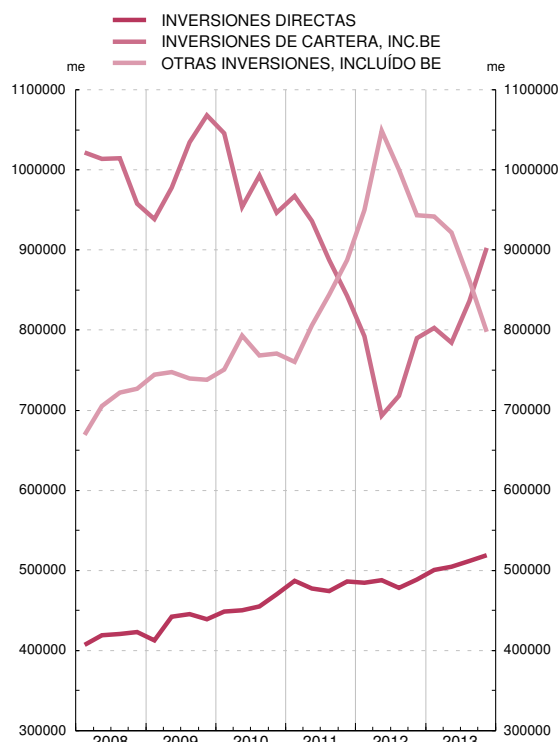
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	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	
05	236 769	22 133	250 641	75 322	104 156	388 472	197 347	531 035	287 551	504 831	-	-
06	307 902	23 206	271 313	79 125	133 193	373 001	245 683	718 897	355 621	531 211	32 973	42 569
07	368 306	27 086	307 278	90 696	132 954	369 758	282 331	804 609	384 714	614 829	44 642	63 487
08	393 430	31 011	320 664	102 489	63 146	357 229	170 143	787 812	391 414	726 987	108 278	114 027
09	404 194	30 207	327 215	111 662	78 591	356 340	222 619	845 431	375 092	738 182	77 449	78 498
10 IV	449 955	38 920	346 360	123 885	92 462	271 400	181 031	765 193	376 095	770 399	95 116	92 459
11 I	448 499	38 356	356 721	130 625	92 922	260 180	204 657	762 989	382 184	760 102	80 724	82 170
II	452 970	38 123	353 119	124 368	91 969	250 230	194 147	741 706	384 477	805 918	83 747	84 040
III	443 544	44 644	352 576	121 376	78 371	247 232	159 173	728 589	389 522	844 427	134 796	127 191
IV	457 738	49 646	360 035	126 053	77 849	232 678	162 281	680 027	399 345	887 129	140 225	134 415
12 I	458 269	48 323	359 102	125 143	83 926	236 259	157 789	634 644	416 438	949 759	133 237	130 209
II	452 901	52 425	365 438	122 083	82 442	218 990	144 874	548 189	444 737	1 049 243	153 277	148 677
III	443 686	50 314	359 336	119 153	86 616	212 651	164 681	553 107	421 394	1 000 017	157 193	154 374
IV	433 144	49 447	372 315	116 299	89 646	229 156	178 971	611 220	425 727	943 393	148 623	146 395
13 I	447 217	42 446	386 440	114 173	99 808	223 894	182 257	620 582	426 737	941 991	139 379	137 347
II	430 879	38 851	392 914	111 971	105 065	213 086	180 631	603 438	421 281	922 145	120 715	118 428
III	429 156	38 647	398 732	113 020	112 673	206 605	219 910	616 459	390 749	861 684	117 191	115 011
IV	423 638	42 772	407 343	111 831	124 433	202 372	241 544	661 443	386 575	798 281	98 470	95 867

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.

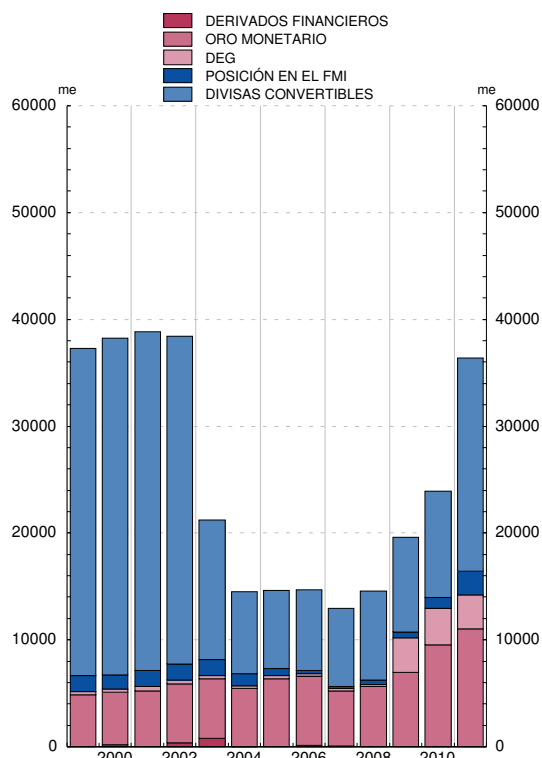
7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

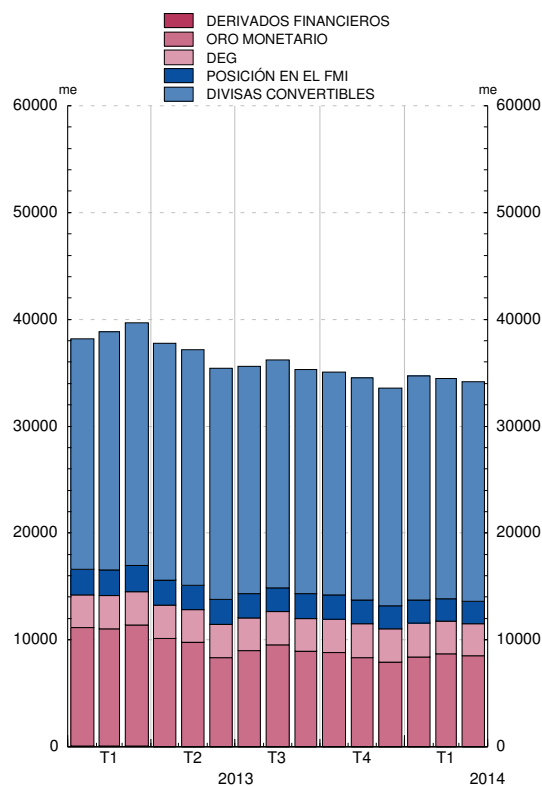
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	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
08	14 546	8 292	467	160	5 627	-	9,1
09	19 578	8 876	541	3 222	6 938	-	9,1
10	23 905	9 958	995	3 396	9 555	-	9,1
11	36 402	19 972	2 251	3 163	11 017	-	9,1
12	38 347	21 349	2 412	3 132	11 418	35	9,1
12 Oct	39 492	21 820	2 491	3 175	12 002	4	9,1
Nov	39 463	21 791	2 479	3 166	12 011	16	9,1
Dic	38 347	21 349	2 412	3 132	11 418	35	9,1
13 Ene	38 177	21 548	2 411	3 057	11 109	51	9,1
Feb	38 839	22 305	2 402	3 102	10 988	42	9,1
Mar	39 664	22 698	2 451	3 145	11 330	39	9,1
Abr	37 765	22 183	2 344	3 104	10 109	25	9,1
May	37 169	22 037	2 283	3 087	9 737	25	9,1
Jun	35 434	21 661	2 349	3 092	8 329	3	9,1
Jul	35 633	21 331	2 259	3 061	8 984	-2	9,1
Ago	36 195	21 331	2 229	3 075	9 558	1	9,1
Sep	35 321	21 013	2 296	3 059	8 955	-1	9,1
Oct	35 060	20 845	2 278	3 136	8 801	-0	9,1
Nov	34 544	20 813	2 238	3 143	8 339	11	9,1
Dic	33 587	20 413	2 152	3 122	7 888	12	9,1
14 Ene	34 733	21 025	2 139	3 171	8 399	-1	9,1
Feb	34 442	20 625	2 093	3 020	8 706	-2	9,1
Mar	34 196	20 568	2 097	3 029	8 497	6	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.

8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión				Pro memoria	
	Saldos	1 T 12	T 1/12		Saldos	1 T 12	T 1/12			Saldos	1 T 12	T 1/12		T 1/12	
			Efec- tivo	Depó- sitos (b)			Otros depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de en- tidades de cré- dito	Depó- sitos en su- cursales en ex- terior			Renta fija en euros (d)	Resto	AL (e)	Contri- bución de IFM resid. a M3
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
11	509 934	-1,6	-2,0	-1,5	576 058	2,6	-2,3	68,6	-28,9	115 157	-7,4	-10,3	-5,1	0,1	-1,1
12	506 551	-0,7	-3,1	-0,1	579 961	0,7	-0,2	6,7	9,6	111 148	-3,5	-7,2	-0,7	-0,3	0,3
13	A 538 068	6,2	-5,4	8,8	549 599	-5,2	0,7	-44,4	-32,6	140 044	26,0	28,7	24,1	1,3	-3,6
12	Nov	498 092	-0,4	-2,0	570 846	0,4	-2,8	27,8	-1,0	111 721	-3,1	-6,7	-0,5	-0,3	-0,5
	Dic	506 551	-0,7	-3,1	579 961	0,7	-0,2	6,7	9,6	111 148	-3,5	-7,2	-0,7	-0,3	0,3
13	Ene	P 494 782	0,2	-3,7	581 747	1,2	1,5	-1,4	9,6	113 633	-3,6	-7,5	-0,7	0,4	0,4
	Feb	P 498 918	1,4	-3,9	578 377	-0,1	1,5	-12,1	19,5	122 302	2,9	-1,8	6,3	0,5	-0,5
	Mar	P 511 631	2,8	-2,7	570 840	-1,4	1,9	-24,1	11,3	117 382	0,2	-3,5	2,9	0,4	-0,3
	Abr	P 506 755	3,7	-2,4	564 560	-2,0	2,7	-32,5	29,1	120 051	4,1	-1,2	8,2	0,6	-0,7
	May	P 513 692	2,6	-4,6	562 115	-1,5	4,9	-40,9	29,8	130 495	15,9	9,8	20,8	0,8	-0,8
	Jun	P 532 600	1,9	-6,9	553 070	-2,8	5,4	-49,3	5,4	122 302	9,4	6,8	11,5	-0,2	-0,2
	Jul	P 519 451	2,9	-7,8	556 844	-0,7	8,0	-49,8	-0,8	125 961	13,7	10,8	16,0	1,4	0,8
	Ago	P 523 223	3,6	-8,3	559 981	0,2	9,0	-49,8	-4,5	126 970	13,6	12,6	14,2	2,3	2,8
	Sep	P 521 771	3,6	-8,2	556 544	-0,7	8,3	-52,2	-12,2	130 495	16,9	16,0	17,6	2,0	0,4
	Oct	A 520 138	5,6	-8,0	554 775	-1,8	6,5	-51,2	-16,9	134 293	20,2	20,3	20,1	2,5	-1,4
	Nov	A 531 876	6,8	-5,5	552 181	-3,3	4,4	-50,9	-34,0	137 557	23,1	25,7	21,3	2,4	-2,0
	Dic	A 538 068	6,2	-5,4	549 599	-5,2	0,7	-44,4	-32,6	140 044	26,0	28,7	24,1	1,3	-3,6
14	Ene	A 535 488	8,2	-5,1	547 584	-5,9	-0,0	-47,6	-26,4	144 099	26,8	30,7	24,1	1,9	-3,1
	Feb	A 525 820	5,4	-5,0	545 684	-5,7	-0,7	-43,8	-29,0	148 089	21,1	24,2	19,0	0,6	-3,4

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.

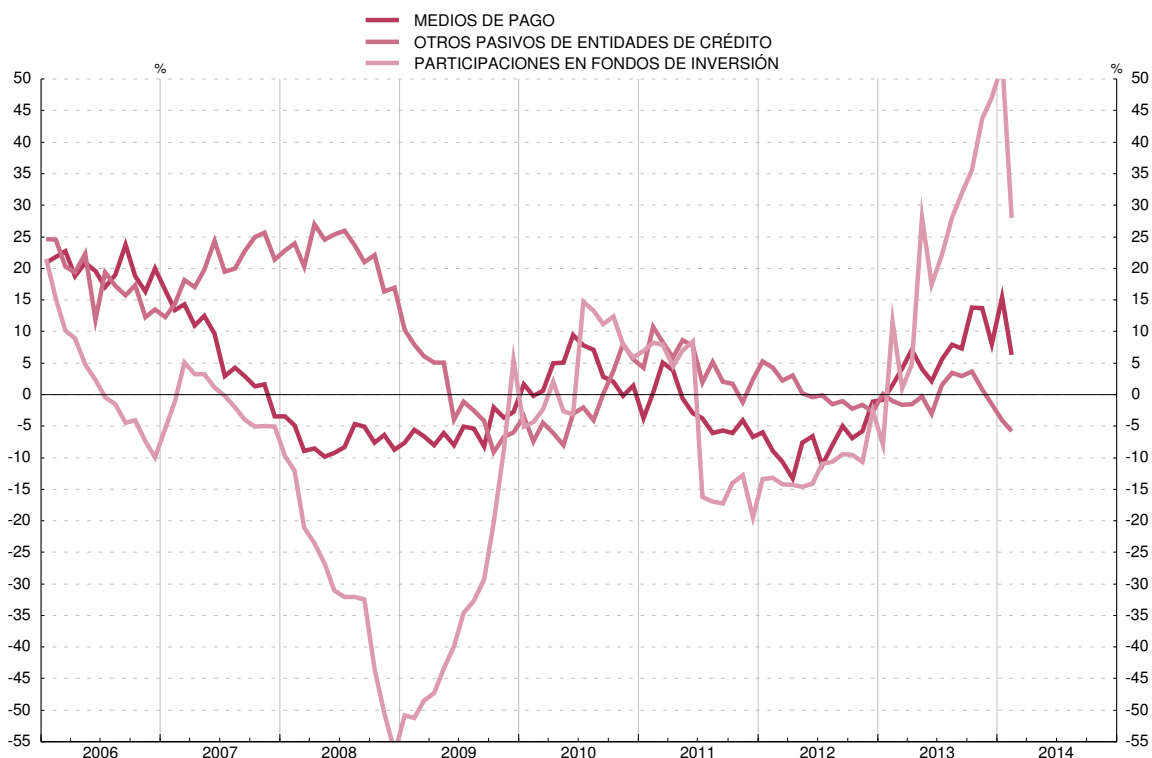
8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ 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	
11	111 193	-6,7	122 648	2,4	-10,9	57,5	9 780	-19,5	-22,4	-17,2
12	109 953	-1,1	119 319	-2,7	-7,1	7,6	9 534	-2,5	-3,2	-2,0
13	118 774	8,0	117 442	-1,6	3,7	-12,2	14 023	47,1	53,9	42,1
12 Nov	104 088	-5,8	116 027	-1,7	-11,6	24,9	9 584	-10,7	-11,9	-9,7
Dic	109 953	-1,1	119 319	-2,7	-7,1	7,6	9 534	-2,5	-3,2	-2,0
13 Ene	104 625	-0,8	120 233	0,1	-3,8	9,1	9 745	-8,0	-12,5	-4,4
Feb	107 489	1,5	119 887	-1,0	-3,3	4,2	11 916	11,6	7,5	14,8
Mar	112 258	4,2	118 191	-1,6	-0,6	-3,9	10 634	1,0	-2,0	3,4
Abr	109 317	7,1	116 742	-1,5	1,1	-7,0	10 855	4,7	-0,1	8,7
May	113 017	4,1	117 209	-0,3	5,5	-12,0	13 097	28,1	23,2	32,2
Jun	115 489	2,1	115 032	-3,0	5,6	-19,3	11 916	17,5	15,1	19,4
Jul	107 956	5,6	116 414	1,6	12,3	-18,0	12 269	22,1	19,4	24,2
Ago	112 865	7,9	119 267	3,5	14,6	-16,6	12 748	28,1	29,8	26,8
Sep	113 413	7,3	119 410	3,0	16,3	-20,8	13 097	31,8	33,6	30,5
Oct	114 196	13,8	118 685	3,7	16,9	-20,2	13 465	35,6	38,6	33,3
Nov	118 391	13,7	116 932	0,8	12,8	-22,1	13 772	43,7	50,2	38,9
Dic	118 774	8,0	117 442	-1,6	3,7	-12,2	14 023	47,1	53,9	42,1
14 Ene	120 746	15,4	115 391	-4,0	5,4	-23,1	14 857	52,5	60,5	46,7
Feb	114 284	6,3	112 965	-5,8	1,1	-20,8	15 251	28,0	31,5	25,4

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.

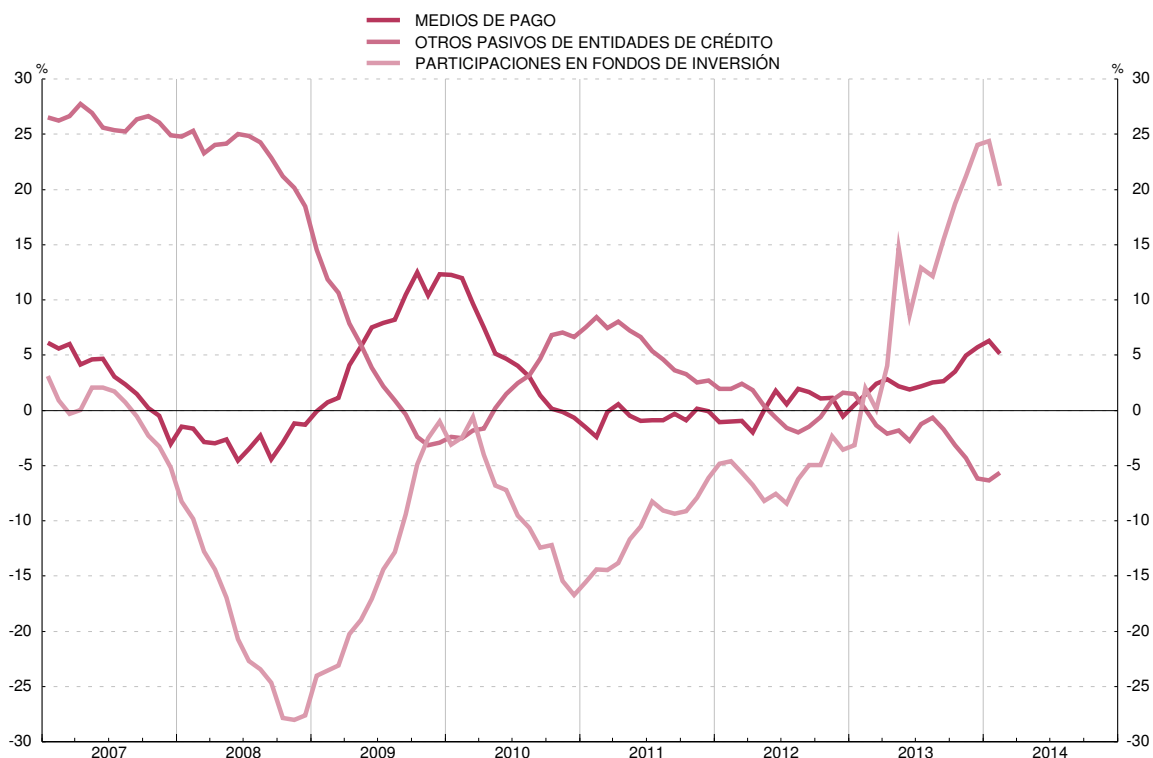
8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ 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	
11	398 741	-0,1	-0,8	0,1	453 410	2,7	-0,3	57,9	105 377	-6,1	-8,9	-3,8
12	396 598	-0,5	-2,2	-0,0	460 642	1,6	1,2	6,1	101 614	-3,6	-7,5	-0,6
13	419 294	5,7	-5,1	8,9	432 157	-6,2	0,2	-76,6	126 021	24,0	26,3	22,4
12 Nov	394 004	1,2	-1,1	1,8	454 819	0,9	-1,1	26,9	102 137	-2,4	-6,1	0,5
Dic	396 598	-0,5	-2,2	-0,0	460 642	1,6	1,2	6,1	101 614	-3,6	-7,5	-0,6
13 Ene	390 158	0,5	-2,8	1,4	461 514	1,5	2,6	-10,5	103 887	-3,1	-7,0	-0,3
Feb	391 429	1,4	-3,1	2,7	458 490	0,1	2,4	-24,6	110 386	2,0	-2,7	5,5
Mar	399 373	2,4	-1,9	3,7	452 649	-1,4	2,4	-39,2	106 749	0,1	-3,6	2,9
Abr	397 439	2,8	-1,7	4,2	447 819	-2,1	3,0	-50,2	109 196	4,0	-1,3	8,1
May	400 675	2,2	-4,0	4,0	444 906	-1,8	4,8	-60,7	117 399	14,7	8,4	19,7
Jun	417 111	1,9	-6,2	4,3	438 038	-2,7	5,4	-71,3	110 386	8,6	6,0	10,7
Jul	411 495	2,2	-7,2	5,1	440 430	-1,2	7,2	-73,6	113 692	12,9	9,9	15,2
Ago	410 358	2,5	-7,7	5,6	440 714	-0,7	8,0	-75,9	114 222	12,1	10,9	13,0
Sep	408 359	2,6	-7,6	5,7	437 134	-1,7	6,8	-78,3	117 399	15,5	14,3	16,4
Oct	405 943	3,5	-7,5	6,9	436 091	-3,1	4,6	-78,0	120 829	18,7	18,5	18,9
Nov	413 485	4,9	-5,1	7,9	435 249	-4,3	2,8	-77,7	123 785	21,2	23,4	19,7
Dic	419 294	5,7	-5,1	8,9	432 157	-6,2	0,2	-76,6	126 021	24,0	26,3	22,4
14 Ene	414 742	6,3	-4,7	9,4	432 193	-6,4	-1,0	-74,0	129 242	24,4	27,9	22,0
Feb	411 536	5,1	-4,6	7,9	432 719	-5,6	-1,1	-71,1	132 839	20,3	23,3	18,3

HOGARES E ISFLSH Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

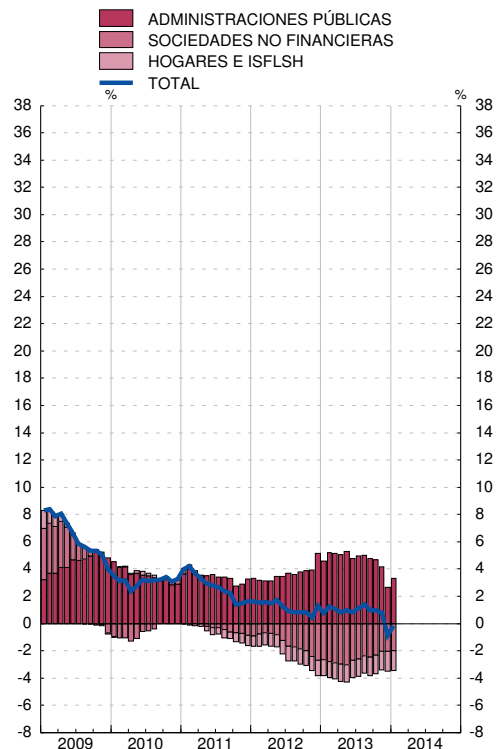
Millones de euros y porcentajes

	Total				Tasa interanual							Contribución a la tasa del total					
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH						
					Por sectores		Por instrumentos				Por sectores		Por instrumentos				
					Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crto fondos titul. y SGA(c)	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
11	2 866 078	46 429	1,6	14,4	-2,1	-1,9	-2,4	-3,3	9,9	2,1	3,3	-1,6	-0,9	-0,8	-2,1	0,2	0,3
12	2 866 699	37 561	1,3	20,0	-5,2	-6,1	-3,8	-5,8	14,2	-5,8	5,1	-3,8	-2,7	-1,2	-3,5	0,3	-0,7
13	A 2 815 453	-24 608	-0,9	8,6	-5,1	-5,1	-5,1	-7,1	5,9	1,9	2,6	-3,5	-2,0	-1,5	-3,9	0,2	0,2
12 Nov	2 870 167	6 422	0,5	15,6	-4,6	-5,4	-3,5	-5,5	14,8	-4,1	3,9	-3,5	-2,4	-1,1	-3,3	0,4	-0,5
Dic	2 866 699	29 787	1,3	20,0	-5,2	-6,1	-3,8	-5,8	14,2	-5,8	5,1	-3,8	-2,7	-1,2	-3,5	0,3	-0,7
13 Ene	P 2 853 124	-9 400	0,8	17,6	-5,2	-6,1	-3,8	-6,0	17,0	-5,4	4,6	-3,8	-2,7	-1,2	-3,6	0,4	-0,7
Feb	P 2 867 123	22 869	1,3	19,6	-5,4	-6,4	-3,9	-6,0	10,9	-5,6	5,2	-3,9	-2,8	-1,2	-3,5	0,3	-0,7
Mar	P 2 867 210	913	1,1	19,1	-5,6	-6,7	-4,0	-6,2	9,3	-5,5	5,1	-4,1	-2,9	-1,2	-3,6	0,2	-0,7
Abr	P 2 850 117	-16 285	0,9	19,0	-5,8	-6,8	-4,2	-6,6	13,3	-5,5	5,1	-4,2	-3,0	-1,3	-3,9	0,3	-0,7
May	P 2 860 578	12 300	1,0	19,4	-5,9	-7,0	-4,4	-7,0	13,6	-4,9	5,3	-4,3	-3,0	-1,3	-4,0	0,3	-0,6
Jun	P 2 863 025	4 093	0,8	17,2	-5,5	-6,3	-4,3	-6,8	11,0	-2,4	4,8	-4,0	-2,7	-1,3	-3,9	0,3	-0,3
Jul	P 2 850 322	-11 434	1,1	17,8	-5,4	-6,1	-4,3	-6,8	11,8	-2,1	5,0	-3,9	-2,6	-1,3	-3,9	0,3	-0,3
Ago	P 2 838 508	-10 351	1,4	17,9	-5,1	-5,6	-4,3	-6,6	12,3	-1,6	5,0	-3,6	-2,4	-1,3	-3,8	0,3	-0,2
Sep	P 2 840 551	4 134	0,9	16,7	-5,3	-5,8	-4,6	-6,9	10,5	-1,5	4,8	-3,8	-2,5	-1,4	-3,9	0,3	-0,2
Oct	A 2 833 931	-5 330	1,0	16,3	-5,2	-5,5	-4,7	-6,6	6,6	-0,9	4,7	-3,7	-2,3	-1,4	-3,8	0,2	-0,1
Nov	A 2 834 857	649	0,8	14,4	-4,8	-4,9	-4,7	-6,5	5,8	0,7	4,2	-3,4	-2,0	-1,4	-3,7	0,2	0,1
Dic	A 2 815 453	-16 767	-0,9	8,6	-5,1	-5,1	-5,1	-7,1	5,9	1,9	2,6	-3,5	-2,0	-1,5	-3,9	0,2	0,2
14 Ene	A 2 827 636	11 214	-0,1	10,7	-5,0	-5,0	-5,0	-6,9	3,5	1,5	3,3	-3,5	-2,0	-1,5	-3,7	0,1	0,2
Feb	A ...	...	...	...	-5,4	-5,7	-4,9	-7,1	-0,6	1,1	...	...	...	...	...	...	...

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Total de pasivos (consolidados). Se deducen los pasivos entre Administraciones Públicas.

c. Incluye los préstamos transferidos a la SAREB, que es una Sociedad de Gestión de Activos (SGA).

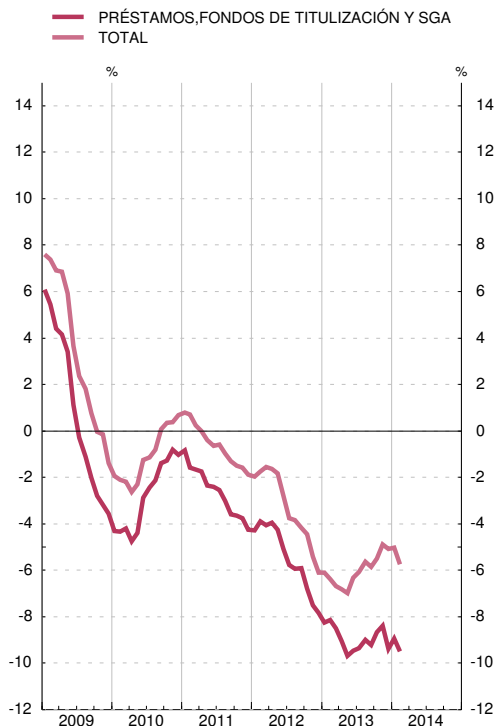
8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

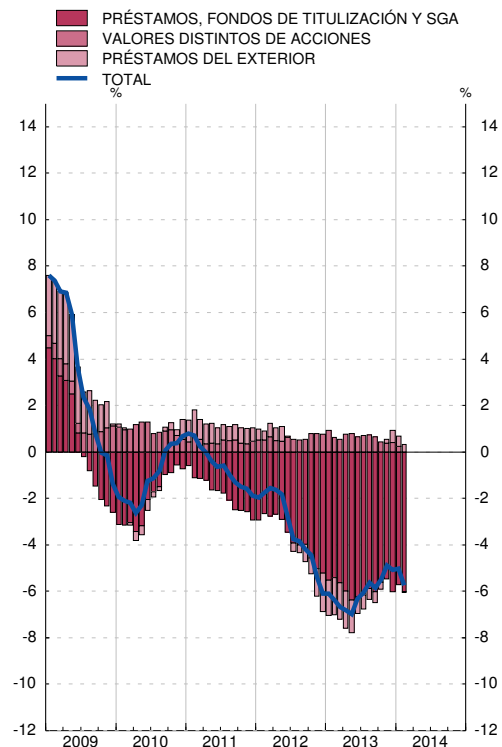
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes, préstamos titulizados fuera del balance y prtmos. transf. a SGA (c)			Valores distintos de acciones (b)				Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera de balance y préstamos transfer. a SGA (c)
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	del cual		Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	
							Saldo	Emisiones de filial. financ. resid.						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
11	1 258 039	-24 440	-1,9	840 887	-4,2	-2,9	67 986	53 547	9,9	0,5	349 166	2,2	0,6	1 332
12	1 148 155	-76 783	-6,1	736 625	-7,8	-5,2	77 653	60 331	14,2	0,8	333 878	-5,9	-1,6	28 680
13	A 1 068 779	-58 398	-5,1	646 921	-9,4	-6,0	82 238	60 529	5,9	0,4	339 621	1,9	0,5	37 969
12 Nov	1 196 038	-11 112	-5,4	776 667	-7,5	-5,0	77 580	59 887	14,8	0,8	341 791	-4,2	-1,2	1 256
Dic	1 148 155	-15 453	-6,1	736 625	-7,8	-5,2	77 653	60 331	14,2	0,8	333 878	-5,9	-1,6	28 680
13 Ene	P 1 140 233	-4 212	-6,1	727 251	-8,3	-5,5	80 016	62 171	17,0	0,9	332 966	-5,5	-1,5	28 651
Feb	P 1 129 486	-2 292	-6,4	715 050	-8,2	-5,4	78 828	60 682	10,9	0,6	335 607	-5,7	-1,6	40 969
Mar	P 1 123 704	-5 499	-6,7	709 349	-8,5	-5,6	79 238	61 172	9,3	0,5	335 117	-5,6	-1,6	39 785
Abr	P 1 120 052	-3 209	-6,8	702 436	-9,1	-6,0	80 740	61 531	13,3	0,8	336 876	-5,7	-1,6	39 701
May	P 1 110 053	-8 635	-7,0	691 057	-9,7	-6,4	81 710	62 045	13,6	0,8	337 287	-5,0	-1,4	39 644
Jun	P 1 104 918	-4 359	-6,3	686 289	-9,5	-6,2	80 868	60 616	11,0	0,6	337 761	-2,5	-0,7	39 700
Jul	P 1 096 174	-7 813	-6,1	680 607	-9,4	-6,2	81 503	60 262	11,8	0,7	334 065	-2,2	-0,6	39 686
Ago	P 1 090 691	-4 550	-5,6	672 286	-9,0	-5,9	81 418	60 395	12,3	0,7	336 987	-1,6	-0,5	39 512
Sep	P 1 088 568	-407	-5,8	670 068	-9,2	-6,0	81 701	60 661	10,5	0,6	336 799	-1,6	-0,5	39 331
Oct	A 1 088 753	1 210	-5,5	666 891	-8,7	-5,6	82 283	60 766	6,6	0,4	339 579	-1,0	-0,3	38 985
Nov	A 1 085 907	-3 401	-4,9	662 328	-8,4	-5,5	82 116	60 458	5,8	0,4	341 462	0,6	0,2	38 755
Dic	A 1 068 779	-15 232	-5,1	646 921	-9,4	-6,0	82 238	60 529	5,9	0,4	339 621	1,9	0,5	37 969
14 Ene	A 1 066 904	-3 092	-5,0	643 294	-8,9	-5,7	82 782	60 507	3,5	0,2	340 828	1,5	0,4	37 131
Feb	A 1 055 860	-9 854	-5,7	636 138	-9,5	-6,0	78 390	56 448	-0,6	-0,0	341 332	1,0	0,3	36 739

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.

c. Incluye los préstamos transferidos a la SAREB, que es una Sociedad de Gestión de Activos (SGA).

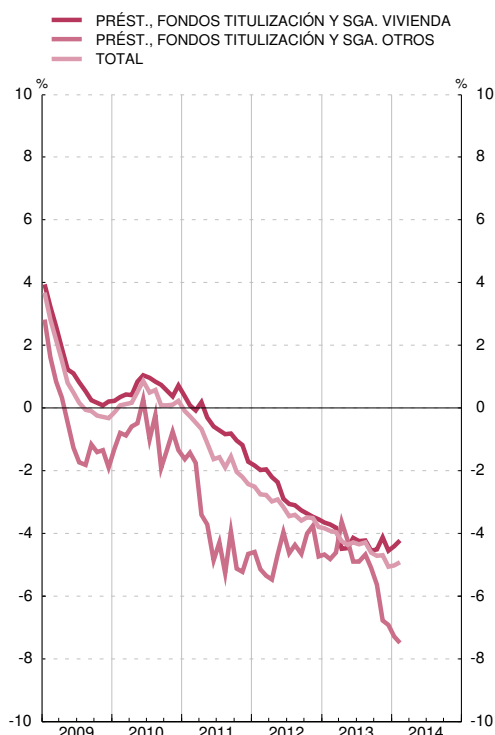
8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

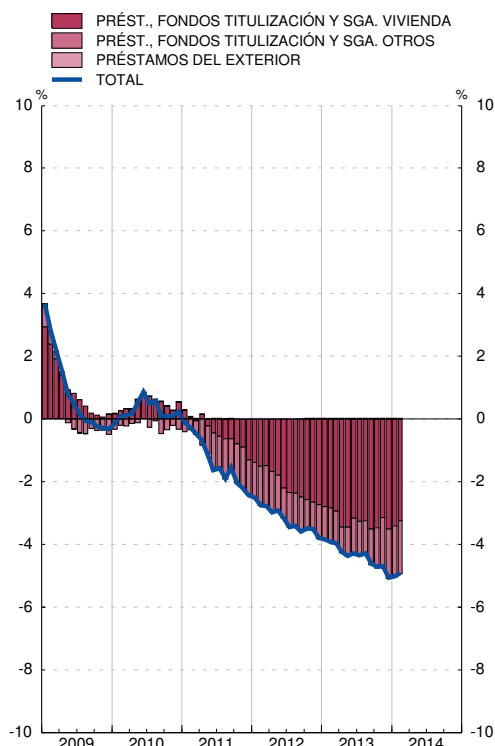
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de cred.resid.préstamos titulizados fuera del balance y pr.transf a SGA Vivienda (b)			Préstamos de entid. de cred.resid.préstamos titulizados fuera del balance y pr.transf a SGA Otros (b)			Préstamos del exterior de crédito residentes			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance y préstamos transferidos a SGA (b)		
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa 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	
11	870 633	-21 845	-2,4	666 866	-1,7	-1,3	201 065	-4,7	-1,1	2 701	-7,6	-0,0	10 336	547	
12	833 813	-32 980	-3,8	641 948	-3,6	-2,7	188 930	-4,7	-1,1	2 934	8,6	0,0	8 813	801	
13	A 785 997	-42 155	-5,1	610 846	-4,6	-3,5	172 136	-6,9	-1,6	3 015	5,7	0,0	6 451	450	
12	Nov	842 470	3 856	-3,5	643 606	-3,5	-2,6	195 991	-3,7	-0,9	2 874	6,9	0,0	8 511	997
	Dic	833 813	-7 833	-3,8	641 948	-3,6	-2,7	188 930	-4,7	-1,1	2 934	8,6	0,0	8 813	801
13	Ene	P 828 452	-4 895	-3,8	638 400	-3,6	-2,8	187 158	-4,7	-1,1	2 894	8,8	0,0	8 525	917
	Feb	P 823 174	-4 864	-3,9	635 262	-3,7	-2,8	184 999	-4,8	-1,1	2 913	8,8	0,0	8 295	947
	Mar	P 819 373	-3 258	-4,0	633 487	-3,8	-2,9	182 949	-4,6	-1,1	2 937	9,6	0,0	8 048	621
	Abr	P 814 626	-4 383	-4,2	629 249	-4,5	-3,5	182 425	-3,6	-0,8	2 952	9,6	0,0	7 348	610
	May	P 811 827	-2 323	-4,4	626 553	-4,5	-3,4	182 309	-4,2	-1,0	2 966	9,6	0,0	7 009	621
	Jun	P 814 235	3 277	-4,3	625 391	-4,1	-3,2	185 869	-4,9	-1,1	2 976	9,8	0,0	6 726	708
	Jul	P 806 146	-7 750	-4,3	623 101	-4,2	-3,3	180 074	-4,9	-1,1	2 971	9,1	0,0	6 552	710
	Ago	P 802 409	-3 207	-4,3	620 682	-4,2	-3,2	178 745	-4,7	-1,1	2 982	9,0	0,0	6 568	678
	Sep	P 797 036	-4 997	-4,6	616 998	-4,5	-3,5	177 055	-5,1	-1,2	2 983	9,0	0,0	6 501	680
	Oct	A 793 636	-3 136	-4,7	614 647	-4,5	-3,5	175 991	-5,6	-1,3	2 998	9,4	0,0	6 455	631
	Nov	A 797 162	3 805	-4,7	615 385	-4,1	-3,1	178 774	-6,8	-1,6	3 003	7,7	0,0	6 397	627
	Dic	A 785 997	-10 423	-5,1	610 846	-4,6	-3,5	172 136	-6,9	-1,6	3 015	5,7	0,0	6 451	450
14	Ene	A 781 416	-4 335	-5,0	608 450	-4,4	-3,4	169 949	-7,3	-1,6	3 017	5,7	0,0	5 948	444
	Feb	A 777 801	-3 721	-4,9	606 774	-4,2	-3,3	167 998	-7,5	-1,7	3 029	5,5	0,0	6 059	444

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.
b. Incluye los préstamos transferidos a la SAREB, que es una Sociedad de Gestión de Activos (SGA).

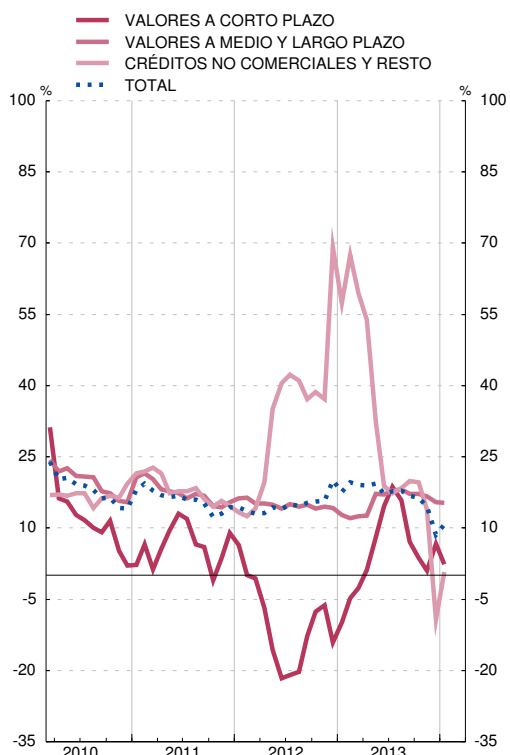
8.8. FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

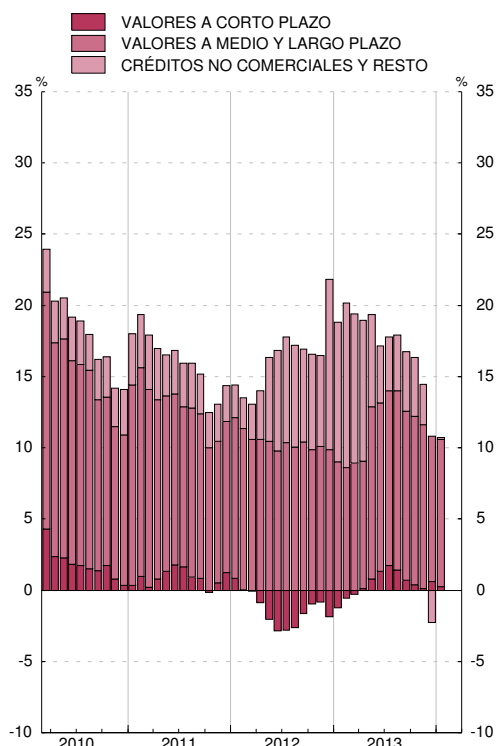
Millones de euros y porcentajes

	Financiación bruta			Valores a corto plazo				Valores a medio y largo plazo				Créditos no comerciales y resto (b)			
	Deuda PDE (a)	Variación mensual de la deuda PDE	T1/12 de col. 1	SalDOS	Variación mensual	T1/12 de los salDOS	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	SalDOS	Variación mensual	T1/12 de los salDOS	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	SalDOS	Variación mensual	T1/12 de los salDOS	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE
	1=4+8+12	2=5+9+13	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
10	644 692	79 611	14,1	88 201	1 806	2,1	0,3	445 175	59 742	15,5	10,6	111 316	18 062	19,4	3,2
11	737 406	92 714	14,4	96 153	7 952	9,0	1,2	513 696	68 521	15,4	10,6	127 557	16 240	14,6	2,5
12	P 884 731	147 325	20,0	82 563	-13 590	-14,1	-1,8	586 474	72 778	14,2	9,9	215 693	88 137	69,1	12,0
13	A 960 676	75 946	8,6	88 106	5 543	6,7	0,6	676 790	90 316	15,4	10,2	195 780	-19 913	-9,2	-2,3
12 Ago	P 801 659	-3 178	14,6	72 057	-1 786	-20,3	-2,6	557 444	1 900	14,4	10,1	172 157	-3 292	41,0	7,2
Sep	P 818 071	16 413	15,3	79 770	7 713	-12,7	-1,6	567 237	9 792	15,0	10,4	171 065	-1 093	37,2	6,5
Oct	P 817 980	-91	15,6	83 303	3 532	-7,6	-1,0	564 211	-3 026	14,1	9,9	170 467	-598	38,6	6,7
Nov	P 831 658	13 678	15,6	87 469	4 166	-6,3	-0,8	575 087	10 876	14,5	10,1	169 102	-1 365	37,2	6,4
Dic	P 884 731	53 072	20,0	82 563	-4 906	-14,1	-1,8	586 474	11 388	14,2	9,9	215 693	46 591	69,1	12,0
13 Ene	P 884 439	-292	17,6	84 253	1 690	-9,9	-1,2	597 632	11 158	12,8	9,0	202 554	-13 139	57,4	9,8
Feb	P 914 463	30 025	19,6	85 141	889	-4,8	-0,6	610 636	13 004	12,1	8,6	218 686	16 132	67,5	11,5
Mar	P 924 132	9 669	19,1	83 260	-1 882	-2,6	-0,3	622 985	12 349	12,5	8,9	217 887	-798	59,4	10,5
Abr	P 915 439	-8 693	19,0	81 174	-2 085	1,1	0,1	617 214	-5 772	12,6	9,0	217 051	-836	53,9	9,9
May	P 938 697	23 258	19,4	81 755	581	8,1	0,8	649 027	31 814	17,2	12,1	207 915	-9 136	32,5	6,5
Jun	P 943 872	5 175	17,2	82 989	1 234	14,6	1,3	655 233	6 206	17,0	11,8	205 650	-2 265	18,8	4,0
Jul	P 948 002	4 130	17,8	87 660	4 672	18,7	1,7	654 523	-710	17,8	12,3	205 818	168	17,3	3,8
Ago	P 945 408	-2 594	17,9	83 451	-4 209	15,8	1,4	658 199	3 676	18,1	12,6	203 758	-2 060	18,4	3,9
Sep	P 954 947	9 539	16,7	85 402	1 951	7,1	0,7	664 521	6 323	17,2	11,9	205 023	1 265	19,9	4,2
Oct	A 951 542	-3 404	16,3	86 420	1 018	3,7	0,4	661 138	-3 383	17,2	11,8	203 984	-1 039	19,7	4,1
Nov	A 951 788	245	14,4	88 308	1 888	1,0	0,1	671 006	9 868	16,7	11,5	192 474	-11 511	13,8	2,8
Dic	A 960 676	8 889	8,6	88 106	-202	6,7	0,6	676 790	5 784	15,4	10,2	195 780	3 306	-9,2	-2,3
14 Ene	A 979 316	18 677	10,7	86 275	-1 831	2,4	0,2	689 095	12 305	15,3	10,3	203 947	8 203	0,7	0,2

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.

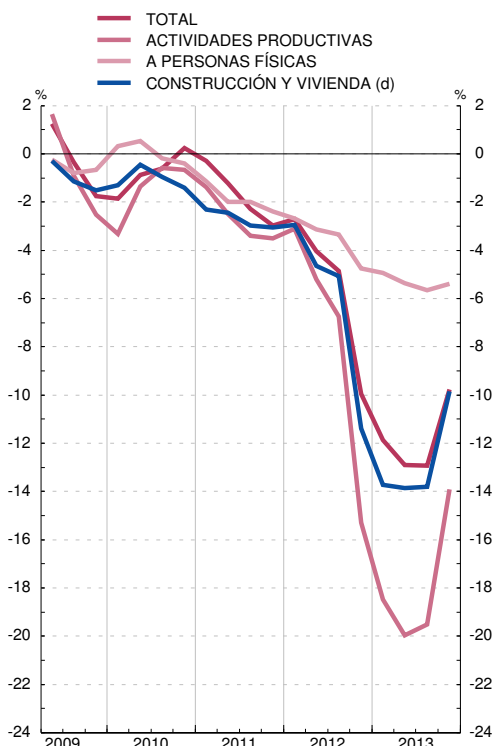
8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y EFC A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

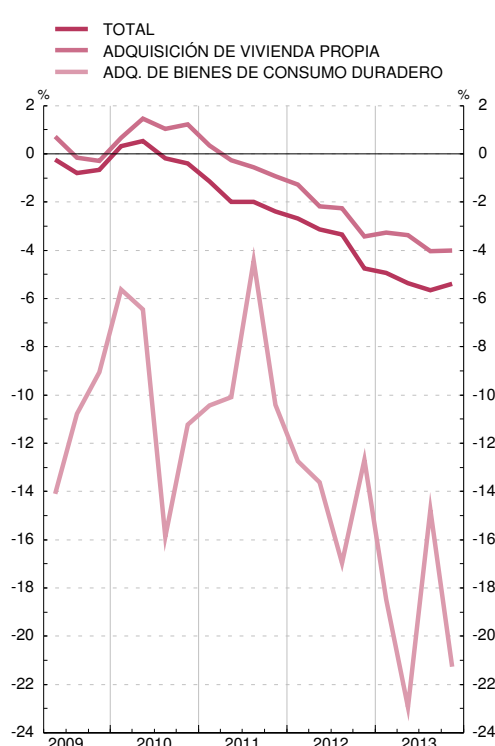
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas					Otras financ.a personas físicas por func. de gasto				Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro	Sin clasificar	Pro memoria: construcción y vivienda (d)				
		Total	Agricultura, ganadería y pesca	Industria (excepto construcción)	Construcción	Servicios	Total	Adquisición y rehab. de vivienda propia	Bienes de consumo duradero	Resto (b)							
														Del cual	Servicios inmobiliarios	Del cual	Adquisición de vivienda
10	1 843 952	985 157	23 128	152 376	114 519	695 134	315 782	812 781	662 798	632 449	42 068	107 916	6 096	39 918	1 093 099		
11	1 782 555	944 058	21 782	143 246	98 546	680 483	298 323	793 430	656 452	626 550	37 686	99 292	7 000	38 067	1 053 321		
12	1 604 961	799 610	20 217	131 109	76 217	572 067	224 015	755 689	633 138	605 057	32 904	89 647	6 976	42 685	933 370		
09 III	1 846 010	996 650	23 576	153 070	134 045	685 959	324 439	810 149	652 434	622 122	49 840	107 875	5 457	33 754	1 110 918		
IV	1 837 038	991 363	23 123	152 199	130 438	685 602	322 984	813 939	654 566	624 755	49 273	110 101	5 523	26 213	1 107 988		
10 I	1 827 087	985 197	22 791	149 368	126 464	686 574	322 820	811 242	655 473	625 856	47 716	108 053	5 372	25 276	1 104 758		
II	1 847 066	994 441	23 366	152 413	124 054	694 607	321 946	821 460	660 436	630 104	44 712	116 312	5 840	25 326	1 106 436		
III	1 837 278	991 374	23 456	152 031	121 514	694 374	320 090	810 717	659 232	628 696	40 259	111 225	5 743	29 444	1 100 836		
IV	1 843 952	985 157	23 128	152 376	114 519	695 134	315 782	812 781	662 798	632 449	42 068	107 916	6 096	39 918	1 093 099		
11 I	1 824 256	971 962	22 618	145 796	109 582	693 966	312 152	804 029	658 133	628 138	41 073	104 823	5 710	42 554	1 079 867		
II	1 817 800	963 039	22 435	146 481	105 489	688 634	308 424	805 058	658 999	628 377	40 201	105 858	5 898	43 806	1 072 912		
III	1 788 847	951 096	22 203	145 503	102 258	681 132	303 506	794 554	655 726	625 101	38 478	100 350	6 557	36 639	1 061 491		
IV	1 782 555	944 058	21 782	143 246	98 546	680 483	298 323	793 430	656 452	626 550	37 686	99 292	7 000	38 067	1 053 321		
12 I	1 768 488	935 176	21 416	139 850	96 193	677 716	295 696	782 441	649 716	620 182	35 835	96 890	6 643	44 228	1 041 606		
II	1 744 215	912 949	21 085	138 007	91 869	661 988	286 942	779 915	644 201	614 707	34 726	100 988	7 013	44 338	1 023 012		
III	1 701 789	886 962	20 852	135 138	87 794	643 178	280 245	767 855	639 522	610 943	31 953	96 381	6 910	40 061	1 007 561		
IV	1 604 961	799 610	20 217	131 109	76 217	572 067	224 015	755 689	633 138	605 057	32 904	89 647	6 976	42 685	933 370		
13 I	1 558 660	762 449	19 138	127 110	69 013	547 189	204 281	743 849	625 439	599 955	29 212	89 199	6 759	45 602	898 732		
II	1 519 123	730 765	18 974	122 351	64 195	525 245	198 432	738 107	618 663	593 929	26 762	92 683	6 754	43 497	881 290		
III	1 481 543	713 773	18 731	118 251	62 934	513 858	195 083	724 319	610 497	586 299	27 239	86 583	6 882	36 569	868 514		
IV	1 448 244	688 397	18 448	115 465	60 154	494 331	176 822	714 984	604 395	580 784	25 910	84 679	6 299	38 564	841 371		

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.

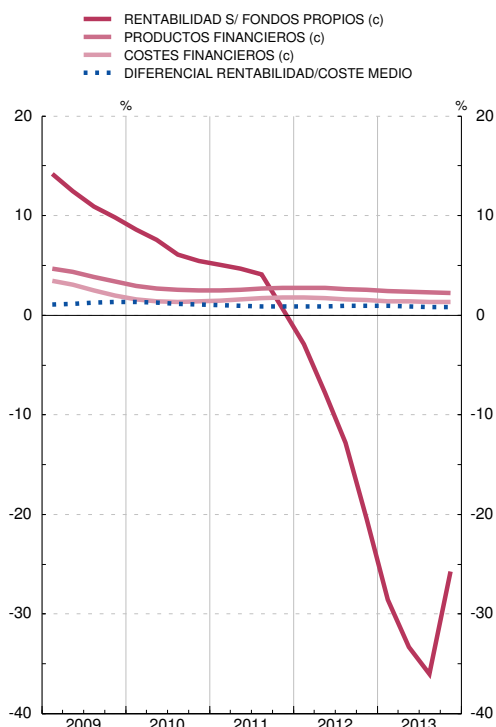
d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

8.10. CUENTA DE RESULTADOS DE ENTIDADES DE DEPOSITO RESIDENTES EN ESPAÑA

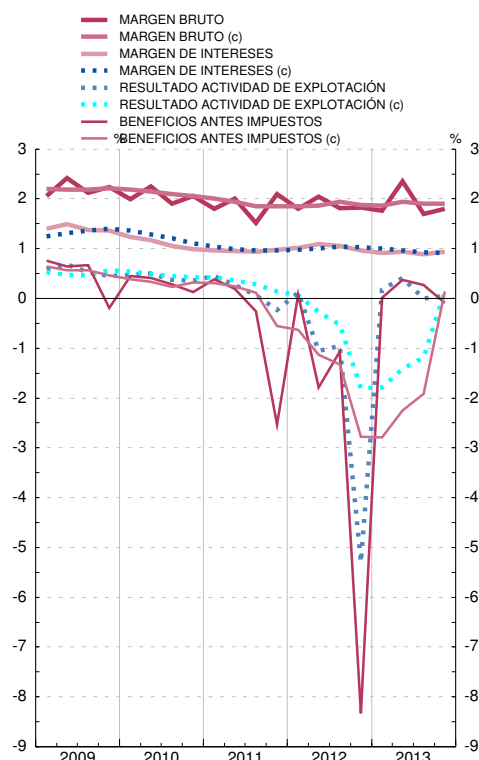
■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado											En porcentaje				
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11	12	13	14	15
							Del cual	Otros resultados de explotación								
Productos financieros	Costes	Margen de intereses	Rendimiento instru. cap. y otros pto. y gastos	Margen bruto	Gastos de explotación	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)		
10	2,5	1,6	1,0	1,1	2,1	1,0	0,6	0,7	0,4	0,5	0,1	5,4	2,7	1,6	1,1	
11	2,8	1,8	1,0	1,1	2,1	0,9	0,5	1,4	-0,2	2,2	-2,5	-8,5	2,9	2,1	0,9	
12	2,4	1,4	1,0	0,9	1,8	0,9	0,5	6,3	-5,3	3,3	-8,3	-39,2	2,8	1,8	1,0	
11 /	2,6	1,6	1,0	0,8	1,8	0,9	0,6	0,4	0,4	0,1	0,4	5,2	2,7	1,7	1,0	
II	2,7	1,8	1,0	1,1	2,0	1,0	0,6	0,8	0,3	0,1	0,2	4,1	2,8	1,8	0,9	
III	2,8	1,8	0,9	0,6	1,5	0,9	0,5	0,5	0,1	0,3	-0,3	1,7	2,8	2,0	0,9	
IV	2,8	1,8	1,0	1,1	2,1	0,9	0,5	1,4	-0,2	2,2	-2,5	-8,5	2,9	2,1	0,9	
12 /	2,7	1,7	1,0	0,8	1,8	0,9	0,5	0,8	0,1	0,2	0,1	-8,9	3,0	2,1	0,9	
II	2,6	1,5	1,1	1,0	2,0	0,9	0,5	2,3	-1,1	0,6	-1,8	-15,4	3,0	2,0	0,9	
III	2,4	1,4	1,1	0,8	1,8	0,8	0,5	2,0	-1,0	0,5	-1,1	-18,3	2,9	1,9	1,0	
IV	2,4	1,4	1,0	0,9	1,8	0,9	0,5	6,3	-5,3	3,3	-8,3	-39,2	2,8	1,8	1,0	
13 /	2,3	1,4	0,9	0,8	1,8	0,9	0,5	0,7	0,2	0,1	0,0	-41,3	2,6	1,7	0,9	
II	2,3	1,3	0,9	1,4	2,4	0,9	0,5	1,0	0,4	0,2	0,4	-34,3	2,5	1,7	0,9	
III	2,2	1,3	0,9	0,8	1,7	0,9	0,5	0,8	-0,0	0,4	0,3	-29,3	2,4	1,6	0,8	
IV	2,2	1,2	0,9	0,9	1,8	1,0	0,5	0,8	0,1	0,4	-0,1	2,0	2,4	1,6	0,8	

CUENTA DE RESULTADOS
Ratios sobre balance ajustado medio y rentabilidades



CUENTA DE RESULTADOS
Ratios sobre balance ajustado medio



FUENTE: BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 4.36.

a. Beneficio antes de impuestos dividido por Fondos propios.

b. Para calcular la rentabilidad y el coste medio, sólo se han considerado los activos y pasivos financieros que originan productos y costes financieros, respectivamente.

c. Media de los cuatro últimos trimestres.

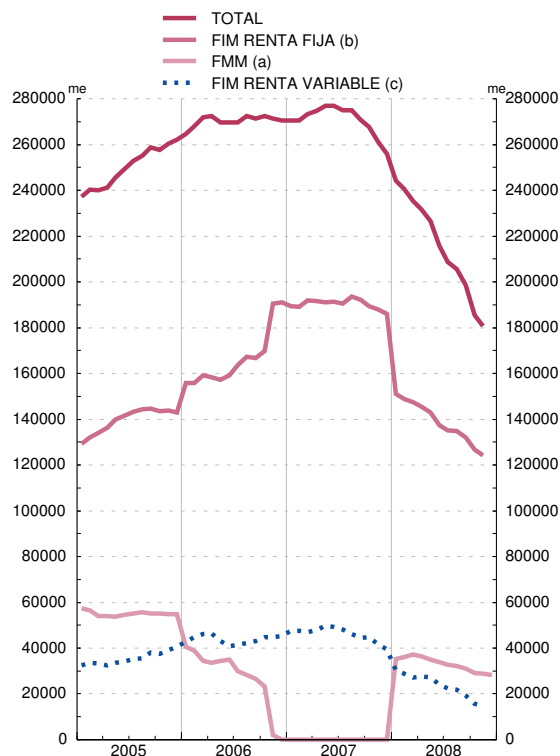
8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

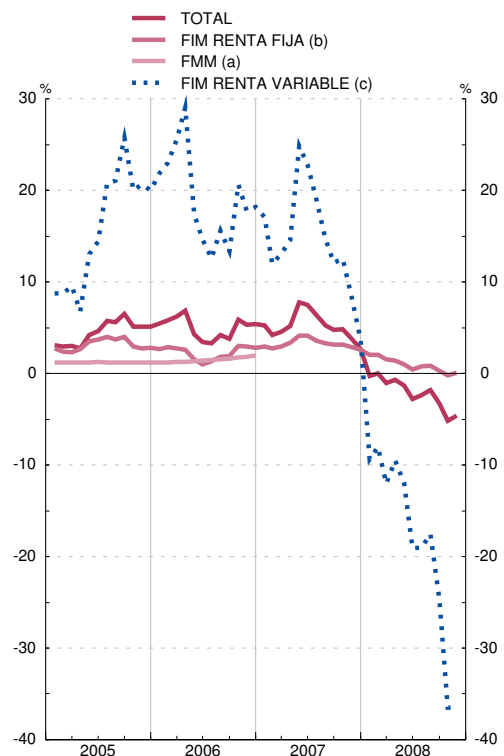
Millones de euros y porcentajes

	Total				FMM (a)				FIM renta fija (b)				FIM renta variable (c)				Otros fondos (d)
	Patrimonio	Variación mensual	De la cual		Patrimonio	Variación mensual	De la cual		Patrimonio	Variación mensual	De la cual		Patrimonio	Variación mensual	De la cual		Patrimonio
			Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses			Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses			Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses			Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
05	262 201	1 698	-1	5,1	54 751	-110	-171	1,2	143 047	-611	-1 167	2,8	40 672	1 454	538	20,0	23 730
06	270 407	-1 060	-3 100	5,4	106	-1 953	-1 953	2,0	191 002	466	314	2,8	45 365	480	-723	18,2	33 934
07	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643
07 Ago	275 016	-19	-242	5,3	-	-	-	...	193 565	3 073	2 697	3,3	46 136	-2 060	-1 421	14,7	35 314
<i>Sep</i>	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
<i>Oct</i>	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
<i>Nov</i>	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
<i>Dic</i>	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
<i>Feb</i>	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
<i>Mar</i>	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
<i>Abr</i>	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
<i>May</i>	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
<i>Jun</i>	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
<i>Jul</i>	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
<i>Ago</i>	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
<i>Sep</i>	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
<i>Oct</i>	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
<i>Nov</i>	180 835	-4 593	-4 363	-4,6	28 810	-355	-427	...	124 111	-2 479	-2 854	0,1	14 708	-1 048	-496	-36,5	13 207

PATRIMONIO



RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

a. Hasta diciembre de 2007 se refiere a FIAMM y desde enero de 2008 a la nueva categoría FMM

b. Incluye FIM renta fija a corto y largo en euros e internacional, renta fija mixta en euros e internacional y fondos garantizados.

c. Incluye FIM renta variable y variable mixta en euros, nacional e internacional.

d. Fondos globales.

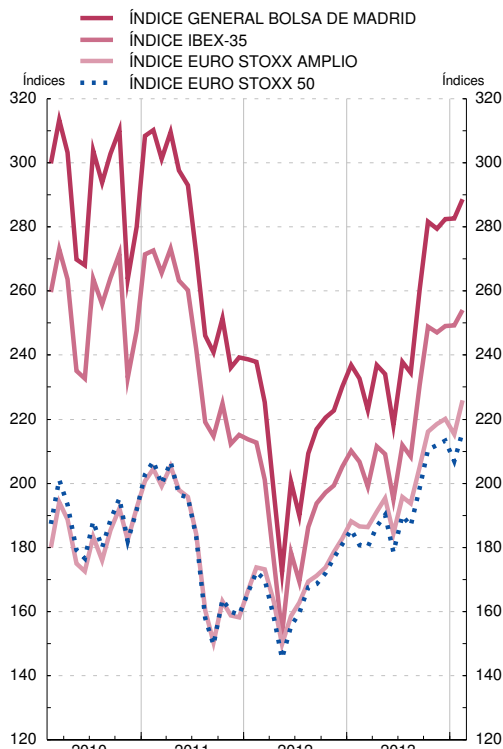
8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

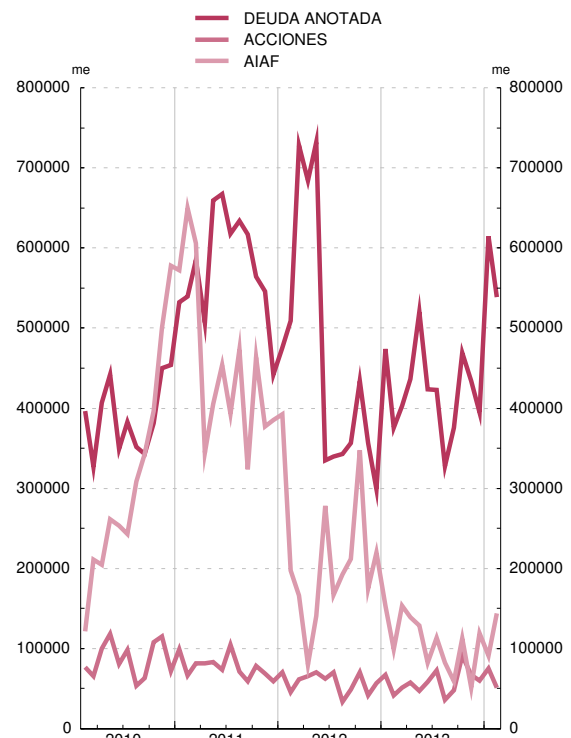
Índices, millones de euros y miles de contratos

	Índices de cotización de acciones				Contratación de mercados (importes en millones de euros)							
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
12	764,56	7 579,94	240,67	2 419,01	696 262	60 247	5 592 323	2 568 756	-	34 928	-	4 988
13	883,52	8 718,64	283,43	2 809,28	698 744	46 094	5 057 285	1 293 402	-	27 462	-	5 778
14	A 1 023,05	10 012,27	314,50	3 078,16	125 913	5 091	1 152 766	234 893	-	4 512	-	1 183
12	Nov	798,04	7 934,60	254,83	2 575,25	41 854	6 008	356 491	174 889	...	1 899	289
	Dic	824,70	8 167,50	260,84	2 635,93	56 525	3 124	299 126	219 645	...	4 220	264
13	Ene	848,79	8 362,30	268,57	2 702,98	67 086	2 883	473 866	153 501	...	2 129	329
	Feb	833,59	8 230,30	266,35	2 633,55	41 708	4 120	375 821	99 348	...	1 973	477
	Mar	798,39	7 920,00	266,08	2 624,02	51 354	2 922	402 758	153 583	...	2 730	480
	Abr	848,43	8 419,00	272,83	2 717,38	57 151	7 269	436 218	138 762	...	1 379	513
	May	839,10	8 320,60	278,88	2 769,64	47 390	5 641	520 390	128 741	...	2 067	481
	Jun	781,82	7 762,70	263,09	2 602,59	58 232	2 542	423 791	82 324	...	2 628	567
	Jul	852,30	8 433,40	279,46	2 768,15	72 758	2 889	422 716	113 400	...	2 065	473
	Ago	840,02	8 290,50	276,67	2 721,37	36 105	2 463	327 954	82 025	...	1 351	437
	Sep	933,30	9 186,10	292,93	2 893,15	47 994	3 141	375 746	59 021	...	2 519	441
	Oct	1 009,27	9 907,90	308,51	3 067,95	91 508	5 578	468 990	112 558	...	3 457	545
	Nov	1 001,44	9 837,60	312,01	3 086,64	67 126	3 694	434 287	51 145	...	2 473	556
	Dic	1 011,98	9 916,70	314,31	3 109,00	60 333	2 953	394 748	118 995	...	2 692	479
14	Ene	P 1 012,85	9 920,20	307,33	3 013,96	74 939	2 673	614 391	90 964	...	2 988	660
	Feb	P 1 034,34	10 114,20	322,43	3 149,23	50 973	2 418	538 375	143 929	...	1 524	523

ÍNDICE DE COTIZACIÓN DE ACCIONES
Base enero de 1994 = 100



CONTRATACIÓN DE MERCADOS



FUENTES: Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia (columnas 1, 2, 5 y 6); Reuters (columnas 3 y 4); AIAF (columna 8) y Mercado español de futuros financieros (MEFFSA) (columnas 9 a 12)

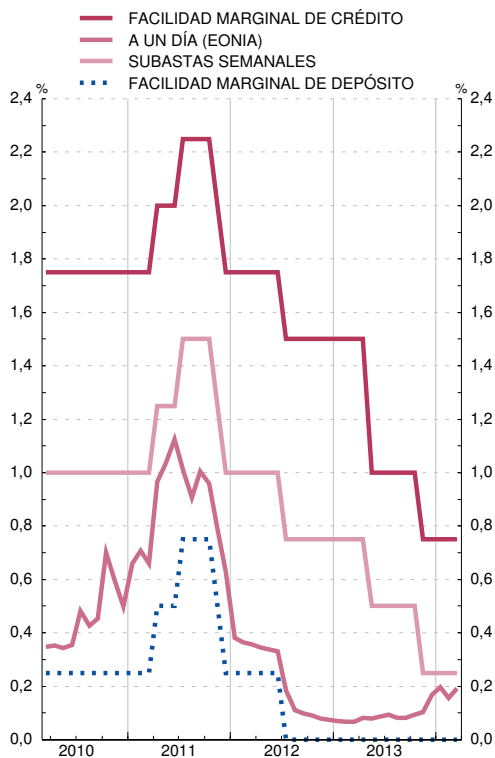
9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

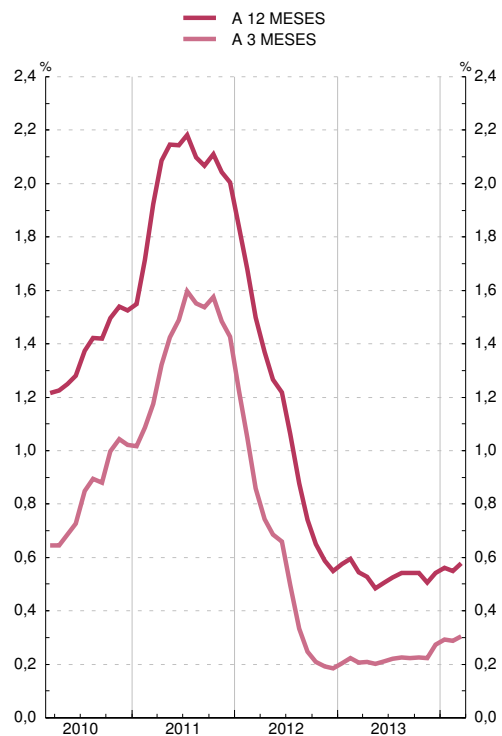
Medias de datos diarios. Porcentajes

	Eurosistema: operaciones de regulación monetaria				Mercado interbancario													
	Operaciones principales de financiación: subastas semanales	Operaciones de financiación a largo plazo: subastas mensuales	Facilidades permanentes		Zona del euro: depósitos (euríbor) (a)					España								
			De crédito	De depósito	Día a día (EONIA)	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Depósitos no transferibles					Operaciones temporales con deuda pública			
										Día a día	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Día a día	A un mes	A tres meses	A un año
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
12	0,75	0,75	1,50	0,00	0,229	0,33	0,57	0,83	1,11	0,27	0,76	1,06	-	1,72	0,18	0,41	0,56	1,00
13	0,25	0,25	0,75	0,00	0,089	0,13	0,22	0,34	0,54	0,15	0,41	1,07	0,33	0,53	0,08	0,34	0,45	-
14	0,25	0,25	0,75	0,00	0,182	0,23	0,30	0,40	0,56	0,17	0,27	0,70	-	0,55	0,18	0,23	0,32	-
12 Dic	0,75	0,75	1,50	0,00	0,073	0,11	0,19	0,32	0,55	0,18	0,20	-	-	-	0,09	0,46	0,58	-
13 Ene	0,75	0,75	1,50	0,00	0,069	0,11	0,20	0,34	0,58	0,13	0,45	-	-	-	0,03	0,25	0,30	-
Feb	0,75	0,75	1,50	0,00	0,068	0,12	0,22	0,36	0,59	0,11	0,59	-	-	-	0,04	0,27	0,42	-
Mar	0,75	0,75	1,50	0,00	0,067	0,12	0,21	0,33	0,55	0,20	0,39	-	-	-	0,07	0,29	0,42	-
Abr	0,75	0,75	1,50	0,00	0,081	0,12	0,21	0,32	0,53	0,16	0,56	-	-	-	0,07	0,36	0,48	-
May	0,50	0,50	1,00	0,00	0,079	0,11	0,20	0,30	0,48	0,15	0,40	1,75	-	-	0,08	0,33	0,45	-
Jun	0,50	0,50	1,00	0,00	0,086	0,12	0,21	0,32	0,51	0,17	0,56	-	-	-	0,13	0,34	0,43	-
Jul	0,50	-	1,00	0,00	0,093	0,13	0,22	0,34	0,53	0,21	0,31	0,22	0,33	0,52	0,13	0,38	0,42	-
Ago	0,50	0,50	1,00	0,00	0,082	0,13	0,23	0,34	0,54	0,15	0,19	1,25	-	0,53	0,06	0,41	0,49	-
Sep	0,50	0,50	1,00	0,00	0,080	0,13	0,22	0,34	0,54	0,14	0,42	-	-	0,55	0,05	0,36	0,36	-
Oct	0,50	0,50	1,00	0,00	0,093	0,13	0,23	0,34	0,54	0,11	0,41	-	-	0,54	0,07	0,33	0,57	-
Nov	0,25	0,25	0,75	0,00	0,103	0,13	0,22	0,33	0,51	0,13	0,50	-	-	0,53	0,10	0,20	0,24	-
Dic	0,25	0,25	0,75	0,00	0,169	0,21	0,27	0,37	0,54	0,13	0,21	-	-	0,50	0,15	0,51	0,78	-
14 Ene	0,25	0,25	0,75	0,00	0,196	0,22	0,29	0,40	0,56	0,15	0,23	-	-	0,55	0,15	0,20	0,47	-
Feb	0,25	0,25	0,75	0,00	0,157	0,22	0,29	0,39	0,55	0,17	0,30	0,70	-	0,55	0,18	0,24	0,22	-
Mar	0,25	0,25	0,75	0,00	0,192	0,23	0,31	0,41	0,58	0,20	0,30	-	-	-	0,20	0,25	0,26	-

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.

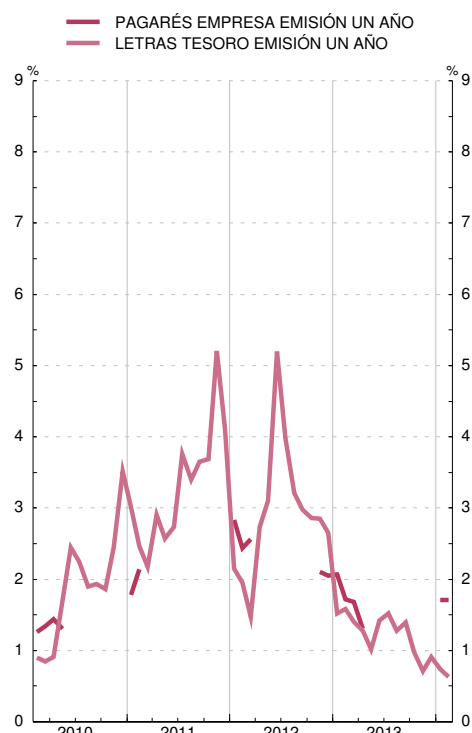
9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

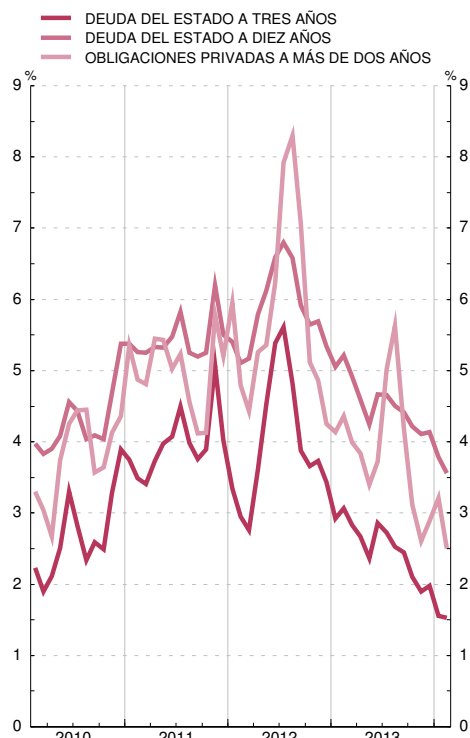
Porcentajes

	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		
12	2,93	2,67	2,40	3,24	3,93	4,79	5,72	-	6,14	3,98	5,85	5,80	
13	1,25	1,17	1,47	3,10	2,48	3,43	4,76	5,18	5,46	2,53	4,56	3,91	
14	A 0,69	0,68	1,71	2,05	1,60	2,36	3,72	4,22	4,54	1,54	3,68	2,88	
12	Nov	2,85	2,42	2,10	3,72	3,66	4,79	5,56	-	6,37	3,73	5,69	4,86
	Dic	2,65	2,26	2,05	3,63	3,16	4,08	4,67	-	5,93	3,44	5,34	4,25
13	Ene	1,52	1,43	2,07	3,37	2,77	3,81	5,40	5,57	5,71	2,92	5,05	4,14
	Feb	1,58	1,47	1,72	3,36	2,57	4,29	5,22	5,82	-	3,07	5,22	4,36
	Mar	1,40	1,36	1,68	2,94	2,31	3,58	4,92	-	5,46	2,83	4,92	3,99
	Abr	1,27	1,11	1,30	2,88	2,81	3,29	4,63	-	-	2,67	4,59	3,84
	May	1,01	1,02	-	2,83	2,47	3,03	4,45	4,56	-	2,37	4,25	3,40
	Jun	1,42	1,35	1,01	2,98	2,73	3,64	4,82	-	-	2,86	4,67	3,72
	Jul	1,52	1,35	-	3,56	2,79	3,77	4,76	5,19	-	2,73	4,66	5,02
	Ago	1,28	1,24	-	3,10	2,66	3,59	-	-	-	2,53	4,51	5,63
	Sep	1,39	1,23	-	2,91	2,24	3,50	4,53	4,83	-	2,45	4,42	4,18
	Oct	0,98	0,87	-	3,01	2,08	3,08	-	-	5,21	2,10	4,22	3,12
	Nov	0,71	0,71	1,00	2,74	2,12	2,89	-	-	-	1,90	4,11	2,61
	Dic	0,91	0,89	-	3,49	2,20	2,72	4,12	-	-	1,98	4,14	2,89
14	Ene	0,74	0,73	1,71	2,88	1,62	2,41	3,85	4,22	-	1,56	3,78	3,21
	Feb	0,63	0,62	1,71	1,13	1,59	2,29	3,58	-	4,54	1,53	3,56	2,50

MERCADO PRIMARIO



MERCADO SECUNDARIO



FUENTES: Principales emisores (columna 3); AIAF (columnas 4 y 12).

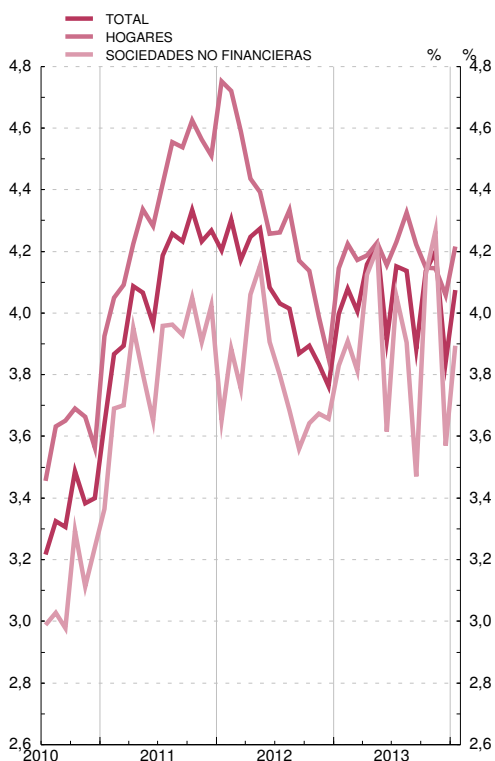
9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO Y EFC. (CBE 4/2002) NEDD/SDDS (a)

■ Serie representada gráficamente.

Porcentajes

	Préstamos y créditos (TAE) (b)							Depósitos (TEDR) (b)								
	Tipo sintético (d)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (d)	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras			
		Tipo sintético	Vi-vienda	Consumo y otros fines (e)	Tipo sintético	Hasta 1 millón de euros	Más 1 millón euros (c)		Tipo sintético	A la vista y pre-aviso	Depósitos a plazo	Cesiones temporales	Tipo sintético	A la vista	Depósitos a plazo	Cesiones temporales
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
12	3,76	3,86	2,93	6,98	3,66	5,35	2,98	1,60	1,72	0,21	2,83	1,39	1,13	0,37	2,08	1,32
13	3,84	4,06	3,16	7,22	3,57	5,18	2,91	0,90	0,93	0,22	1,50	0,49	0,77	0,35	1,30	0,75
14	A 4,07	4,19	3,28	7,48	3,92	5,20	2,99	0,82	0,86	0,21	1,37	0,41	0,68	0,42	1,00	0,39
12 Jul	4,03	4,26	3,34	7,32	3,80	5,70	2,98	1,40	1,48	0,24	2,44	0,72	1,04	0,49	1,77	0,58
Ago	4,01	4,33	3,31	7,76	3,68	5,81	2,74	1,41	1,50	0,25	2,47	0,75	1,04	0,46	1,81	0,48
Sep	3,87	4,17	3,18	7,50	3,56	5,51	2,57	1,59	1,72	0,26	2,84	1,14	1,09	0,44	1,93	0,95
Oct	3,89	4,14	3,18	7,34	3,64	5,61	2,71	1,61	1,70	0,25	2,77	1,11	1,23	0,43	2,26	0,72
Nov	3,83	3,99	3,06	7,00	3,67	5,58	2,73	1,64	1,76	0,22	2,91	1,29	1,14	0,40	2,11	0,51
Dic	3,76	3,86	2,93	6,98	3,66	5,35	2,98	1,60	1,72	0,21	2,83	1,39	1,13	0,37	2,08	1,32
13 Ene	4,00	4,14	3,16	7,48	3,83	5,67	2,93	1,39	1,47	0,20	2,37	0,63	1,09	0,38	1,95	0,89
Feb	4,08	4,22	3,26	7,49	3,91	5,65	3,10	1,16	1,22	0,21	1,95	0,38	0,94	0,39	1,63	0,38
Mar	4,01	4,17	3,22	7,42	3,81	5,57	2,94	1,13	1,19	0,21	1,90	0,36	0,91	0,34	1,63	0,62
Abr	4,16	4,19	3,20	7,55	4,12	5,87	3,10	1,16	1,21	0,20	1,94	0,32	0,99	0,39	1,75	0,38
May	4,22	4,23	3,18	7,82	4,21	5,78	3,28	1,17	1,22	0,21	1,97	0,25	0,95	0,41	1,67	0,22
Jun	3,91	4,16	3,16	7,47	3,62	5,49	2,85	1,02	1,06	0,18	1,75	0,27	0,86	0,42	1,46	0,43
Jul	4,15	4,23	3,19	7,76	4,05	5,62	3,14	1,05	1,09	0,18	1,78	0,28	0,92	0,38	1,58	0,37
Ago	4,14	4,33	3,27	7,98	3,90	5,40	2,87	1,01	1,06	0,18	1,73	0,20	0,83	0,40	1,38	0,32
Sep	3,88	4,22	3,20	7,77	3,47	5,39	2,50	1,02	1,07	0,19	1,74	0,19	0,86	0,45	1,37	0,32
Oct	4,14	4,15	3,12	7,70	4,13	5,39	3,33	1,03	1,07	0,18	1,74	0,12	0,89	0,40	1,51	0,17
Nov	4,20	4,15	3,19	7,43	4,27	5,24	3,71	0,94	0,99	0,17	1,62	0,12	0,77	0,37	1,30	0,33
Dic	3,84	4,06	3,16	7,22	3,57	5,18	2,91	0,90	0,93	0,22	1,50	0,49	0,77	0,35	1,30	0,75
14 Ene	P 4,07	4,22	3,32	7,40	3,89	5,42	2,96	0,87	0,91	0,21	1,46	0,24	0,74	0,47	1,11	0,51
Feb	P 4,07	4,19	3,28	7,48	3,92	5,20	2,99	0,82	0,86	0,21	1,37	0,41	0,68	0,42	1,00	0,39

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).

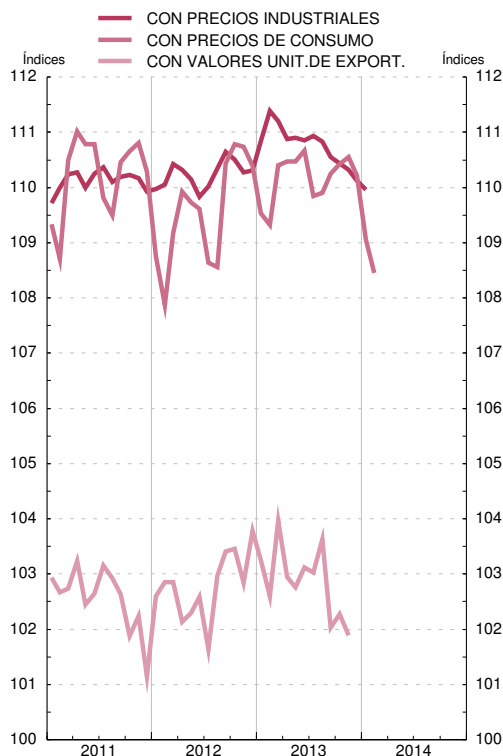
9.4. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LA UE 28 Y A LA ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

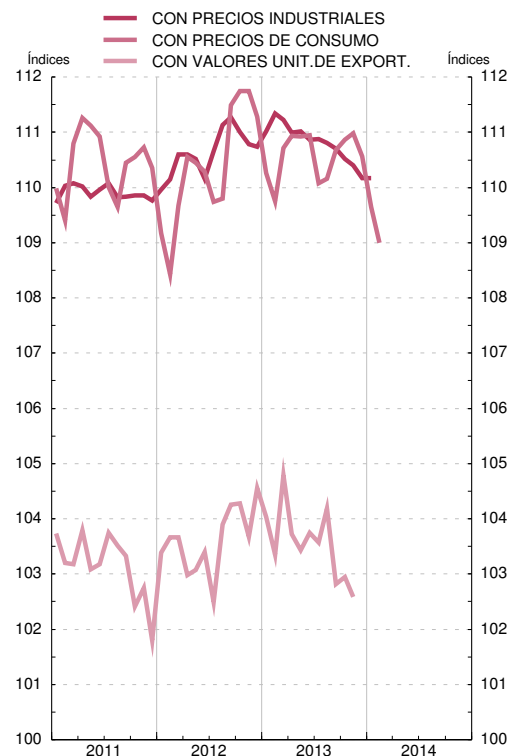
Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea (UE 28)									Frente a la zona del euro (a)				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales (d)	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d)	Con valores unitarios de las exportaciones
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales (d)	Con valores unitarios de las exportaciones(e)		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales (d)	Con valores unitarios de las exportaciones(e)					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
11	110,1	110,2	107,6	102,6	101,9	108,1	108,2	105,6	101,1	109,9	110,4	108,3	111,7	103,1
12	110,2	109,6	101,8	102,8	101,4	108,7	108,0	100,3	101,8	110,6	110,4	103,0	108,2	103,6
13	110,8	110,2	98,9	...	101,9	108,7	108,1	97,1	...	110,8	110,6	99,7	104,6	...
12 I	110,2	108,6	104,5	102,8	101,7	108,3	106,8	102,7	101,4	110,2	109,1	105,6	107,7	103,6
II	110,1	109,8	103,0	102,3	101,5	108,5	108,1	101,5	101,2	110,4	110,4	104,2	108,7	103,2
III	110,3	109,2	101,8	102,7	101,1	109,1	108,0	100,6	101,9	111,0	110,3	103,3	108,3	103,5
IV	110,4	110,6	97,9	103,4	101,3	108,9	109,2	96,6	102,4	110,8	111,6	99,1	108,2	104,2
13 I	111,1	109,8	99,0	103,3	101,8	109,2	107,8	97,2	101,9	111,2	110,3	99,7	104,8	104,1
II	110,9	110,5	99,0	102,9	101,9	108,9	108,5	97,2	101,5	111,0	110,9	99,9	105,4	103,6
III	110,8	110,0	99,2	102,9	102,0	108,6	107,9	97,3	101,3	110,8	110,3	100,0	104,7	103,5
IV	110,3	110,4	98,3	...	101,9	108,2	108,3	96,5	...	110,4	110,8	99,2	103,4	...
13 Jun	110,9	110,7	99,0	103,1	102,0	108,7	108,5	97,2	101,6	110,9	110,9	99,9	105,4	103,8
Jul	110,9	109,8	...	103,0	102,0	108,7	107,7	...	101,4	110,9	110,1	...	...	103,6
Ago	110,8	109,9	...	103,6	102,0	108,6	107,7	...	102,0	110,8	110,2	...	...	104,2
Sep	110,6	110,3	99,2	102,0	101,8	108,5	108,3	97,3	100,6	110,7	110,7	100,0	104,7	102,8
Oct	110,4	110,4	...	102,3	101,9	108,4	108,4	...	100,8	110,5	110,9	...	...	102,9
Nov	110,3	110,6	...	101,9	101,9	108,3	108,5	...	100,4	110,4	111,0	...	...	102,6
Dic	110,1	110,2	98,3	...	101,9	108,0	108,1	96,5	...	110,2	110,6	99,2	103,4	...
14 Ene	110,0	109,1	...	...	101,8	108,0	107,1	...	...	110,2	109,6	...	...	...
Feb	...	108,5	...	...	101,8	...	106,5	...	...	109,0	...	...	...	...
Mar	...	...	...	...	101,9	...	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA UNIÓN EUROPEA (UE 28)



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), (2004-2006) y (2007-2009).

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

d. Series trimestrales. En la definición de los índices, para España se usan las series de Coste Laboral Unitario (totales y manufacturas) obtenidas a partir de la información de la Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008. Fuente INE.

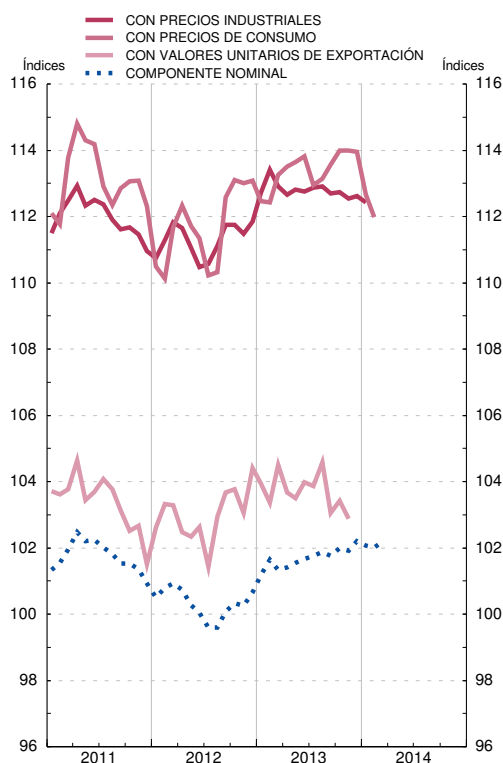
9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS Y A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

■ Serie representada gráficamente.

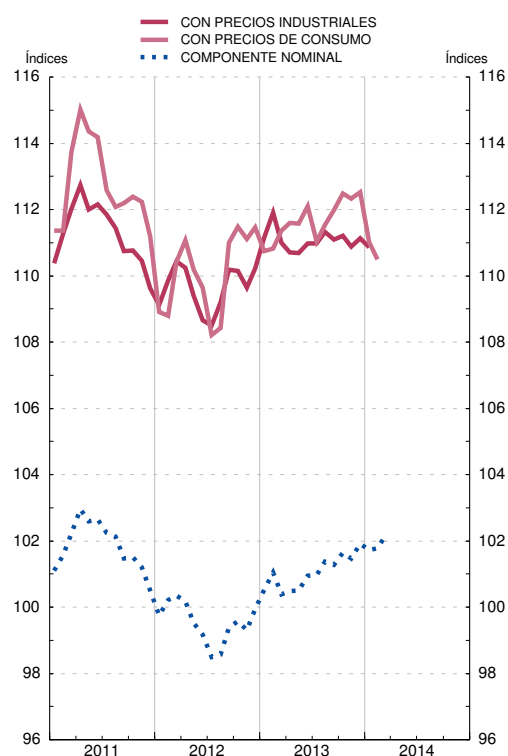
Base 1999 I = 100

	Frente a los países desarrollados									Frente a los países industrializados				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Total (a)		Componente nominal (b)	Componente precios (c)	
	Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones	Con precios industriales	Con precios consumo		Con precios industriales	Con precios consumo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
11	112,0	113,1	115,5	103,4	101,7	110,0	111,1	113,5	102,2	111,3	112,7	101,8	109,1	110,5
12	111,3	111,7	110,5	103,0	100,3	110,9	111,3	110,1	103,3	109,6	110,1	99,5	110,0	110,4
13	112,8	113,4	108,4	...	101,7	110,9	111,5	106,5	...	111,1	111,7	101,0	109,8	110,4
12 I	111,3	110,8	110,5	103,1	100,7	110,4	109,9	109,6	103,0	109,8	109,4	100,1	109,5	109,1
12 II	111,1	111,8	111,1	102,5	100,3	110,6	111,4	110,6	102,8	109,4	110,3	99,6	109,7	110,6
12 III	111,1	111,0	110,0	102,7	99,8	111,4	111,2	110,2	103,6	109,3	109,2	98,8	110,5	110,4
12 IV	111,7	113,1	110,6	103,8	100,4	111,2	112,6	110,1	104,0	110,0	111,4	99,6	110,3	111,6
13 I	113,0	112,7	108,2	104,0	101,4	111,4	111,1	106,7	103,2	111,3	111,0	100,6	110,5	110,1
13 II	112,7	113,7	109,1	103,7	101,5	111,0	111,9	107,4	102,8	110,8	111,8	100,6	109,9	110,9
13 III	112,8	113,2	108,6	103,8	101,8	110,8	111,2	106,6	102,6	111,1	111,5	101,2	109,7	110,0
13 IV	112,6	114,0	107,5	...	102,0	110,3	111,7	105,3	...	111,1	112,4	101,7	109,1	110,4
13 Jun	112,8	113,8	109,1	104,0	101,7	110,9	111,9	107,4	102,9	111,0	112,1	101,0	109,8	110,9
13 Jul	112,9	113,0	...	103,9	101,8	110,9	110,9	...	102,7	111,0	111,0	101,0	109,8	109,8
13 Ago	112,9	113,1	...	104,6	101,9	110,8	111,0	...	103,3	111,3	111,5	101,4	109,7	109,9
13 Sep	112,7	113,6	108,6	103,0	101,8	110,7	111,5	106,7	101,9	111,1	112,0	101,3	109,5	110,4
13 Oct	112,7	114,0	...	103,4	102,0	110,5	111,7	...	102,0	111,2	112,5	101,7	109,3	110,5
13 Nov	112,6	114,0	...	102,9	101,9	110,4	111,8	...	101,6	110,9	112,3	101,5	109,1	110,5
13 Dic	112,6	114,0	107,5	...	102,2	110,1	111,5	105,4	...	111,1	112,5	101,9	108,9	110,3
14 Ene	112,4	112,7	...	...	102,1	110,1	110,3	...	...	110,9	111,0	101,7	108,8	109,0
14 Feb	...	112,0	...	...	102,0	...	109,7	...	...	...	110,5	101,8	...	108,4
14 Mar	...	...	...	...	102,2	...	...	...	...	...	...	102,2	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS



FUENTE: BE.

a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003), (2004-2006) y (2007-2009).

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

d. Series trimestrales. En la definición de los índices, para España se usan las series de Coste Laboral Unitario (totales y manufacturas) obtenidas a partir de la información de la Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008. Fuente INE.

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España publica distintos tipos de documentos que proporcionan información sobre su actividad (informes económicos, información estadística, trabajos de investigación, etc.). La lista completa de las publicaciones del Banco de España se encuentra en su sitio web, en http://www.bde.es/webbde/Secciones/Publicaciones/Relacionados/Fic/cat_publ.pdf.

La relación de los artículos publicados en el *Boletín Económico* desde 1979 puede consultarse en http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/Fic/indice_general.pdf.

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, 2014
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Públicas	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	IPC	Índice de precios de consumo
BCE	Banco Central Europeo	IPI	Índice de producción industrial
BCN	Bancos centrales nacionales	IPRI	Índice de precios industriales
BE	Banco de España	IPSEBENE	Índice de precios de servicios y de bienes elaborados no energéticos
BOE	Boletín Oficial del Estado	ISFLSH	Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares
BPI	Banco de Pagos Internacionales	IVA	Impuesto sobre el valor añadido
CBE	Circular del Banco de España	NEDD	Normas especiales de distribución de datos del FMI
CCAA	Comunidades Autónomas	OBS	Obra benéfico-social
CCLL	Corporaciones Locales	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	OIFM	Otras instituciones financieras monetarias
CEM	Confederación Española de Mutualidades	OM	Orden Ministerial
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española	OOAA	Organismos Autónomos
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
CNE	Contabilidad Nacional de España	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	OSR	Otros sectores residentes
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España	PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
DEG	Derechos Especiales de Giro	PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
DGSEFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	PIB	Producto interior bruto
DGT	Dirección General de Tráfico	PIBpm	Producto interior bruto a precios de mercado
DGTFP	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	PNB	Producto nacional bruto
EC	Entidades de crédito	RD	Real Decreto
EFC	Establecimientos financieros de crédito	RM	Resto del mundo
Eonia	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (<i>Euro Overnight Index Average</i>)	SAREB	Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria
Euribor	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (<i>Euro Interbank Offered Rate</i>)	SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
Eurostat	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas	SEC	Sistema Europeo de Cuentas
EPA	Encuesta de población activa	SEPE	Servicio Público de Empleo Estatal
FAAF	Fondo para la Adquisición de Activos Financieros	SICAV	Sociedad de Inversión de Capital Variable
FFPP	Fondos de pensiones	SIFMI	Servicios de Intermediación Financiera Medidos 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		
INE	Instituto Nacional de Estadística		

SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

De acuerdo con la práctica de la UE, los países están ordenados según el orden alfabético de los idiomas nacionales.

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (lev búlgaro)
CZ	República Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EUR (euro)
IE	Irlanda	EUR (euro)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	EUR (euro)
LV	Letonia	EUR (euro)
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.
pb	Puntos básicos.
pp	Puntos porcentuales.
SO	Serie original.
SD	Serie desestacionalizada.
T_j^i	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
m_j	Tasa de crecimiento básico de período j .
M	Referido a datos anuales (1970 M) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
R	Referido a un año o mes (99 R), indica que existe una discontinuidad entre los datos de ese período y el siguiente.
...	Dato no disponible.
—	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
0,0	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.