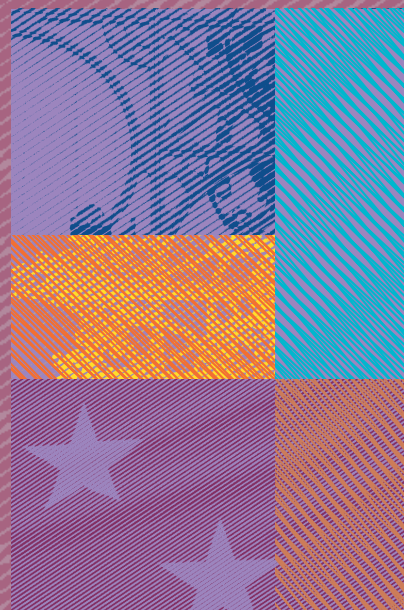


**BOLETÍN ECONÓMICO**

**10/2011**

**BANCO DE ESPAÑA**  
Eurosistema





BOLETÍN ECONÓMICO OCTUBRE 2011

**El Banco de España difunde todos sus informes  
y publicaciones periódicas a través de la red Internet  
en la dirección <http://www.bde.es>.**

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro,  
siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2011  
ISSN: 0210 - 3737 (edición impresa)  
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)  
Depósito legal: M. 5852 - 1979  
Impreso en España por Artes Gráficas Coyve, S. A.

## SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Públicas	INE	Instituto Nacional de Estadística
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	INEM	Servicio Público de Empleo Estatal
BCE	Banco Central Europeo	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
BCN	Bancos centrales nacionales	IPC	Índice de precios de consumo
BE	Banco de España	IPI	Índice de producción industrial
BOE	Boletín Oficial del Estado	IPRI	Índice de precios industriales
BPI	Banco de Pagos Internacionales	IPSEBENE	Índice de precios de servicios y de bienes elaborados no energéticos
CBE	Circular del Banco de España	ISFLSH	Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares
CCAA	Comunidades Autónomas	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
CCLL	Corporaciones Locales	NEDD	Normas especiales de distribución de datos del FMI
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	OBS	Obra benéfico-social
CEM	Confederación Española de Mutualidades	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española	OIFM	Otras instituciones financieras monetarias
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	OM	Orden Ministerial
CNE	Contabilidad Nacional de España	OOAA	Organismos Autónomos
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
DEG	Derechos Especiales de Giro	OSR	Otros sectores residentes
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
DGT	Dirección General de Tráfico	PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
DGTFP	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	PIB	Producto interior bruto
EC	Entidades de crédito	PIB pm	Producto interior bruto a precios de mercado
EFC	Establecimientos financieros de crédito	PNB	Producto nacional bruto
EONIA	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (Euro Overnight Index Average)	RD	Real Decreto
EURIBOR	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro Interbank Offered Rate)	RM	Resto del mundo
Eurostat	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas	SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
EPA	Encuesta de población activa	SEC	Sistema Europeo de Cuentas
FAAF	Fondo para la Adquisición de Activos Financieros	SICAV	Sociedad de Inversión de Capital Variable
FFPP	Fondos de pensiones	SIFMI	Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente
FIAMM	Fondos de Inversión en activos del mercado monetario	SME	Sistema Monetario Europeo
FIM	Fondos de inversión mobiliaria	TAE	Tasa anual equivalente
FMI	Fondo Monetario Internacional	TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
FMM	Fondos del mercado monetario	UE	Unión Europea
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial	UEM	Unión Económica y Monetaria
FROB	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria	UE 15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
IAPC	Índice armonizado de precios de consumo	UE 25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
ICO	Instituto de Crédito Oficial	UE 27	Países componentes de la Unión Europea desde 1.1.2007
IFM	Instituciones financieras monetarias	VNA	Variación neta de activos
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado	VNP	Variación neta de pasivos
IIC	Instituciones de inversión colectiva		

## SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

De acuerdo con la práctica de la UE, los países están ordenados según el orden alfabético de los idiomas nacionales.

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (lev búlgaro)
CZ	República Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EUR (euro)
IE	Irlanda	EUR (euro)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	EUR (euro)
LV	Letonia	LVL (lats letón)
LT	Lituania	LTL (litas lituano)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forint húngaro)
MT	Malta	EUR (euro)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PL	Polonia	PLN (zloty polaco)
PT	Portugal	EUR (euro)
RO	Rumanía	RON (nuevo leu rumano)
SI	Eslovenia	EUR (euro)
SK	Eslovaquia	EUR (euro)
FI	Finlandia	EUR (euro)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra esterlina)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	Estados Unidos	USD (dólar estadounidense)

## ABREVIATURAS Y SIGNOS

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
m€/me	Millones de euros.
mm	Miles de millones.
A	Avance.
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
SO	Serie original.
SD	Serie desestacionalizada.
$T_j^i$	Tasa de la media móvil de $i$ términos, con $j$ de desfase, convertida a tasa anual.
$m_j$	Tasa de crecimiento básico de período $j$ .
M	Referido a datos anuales (1970 M) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos periodos.
R	Referido a un año o mes (99 R), indica que existe una discontinuidad entre los datos de ese período y el siguiente.
...	Dato no disponible.
—	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
0,0	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.

## ÍNDICE

### **Informe trimestral de la economía española**

- 1 Rasgos básicos 13
- 2 Entorno exterior del área del euro 21
- 3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo 28
- 4 La economía española 44
- 5 Evolución financiera 63

**Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2011 79**

**La Posición de Inversión Internacional de España en el primer semestre de 2011 91**

**La transposición de la Directiva de Servicios a la normativa española del comercio minorista 103**

**Una actualización de la situación patrimonial de las familias en España, Estados Unidos e Italia a partir de los resultados de encuestas financieras 113**

**Informe de Economía Latinoamericana. Segundo semestre de 2011 135**

**Regulación financiera: tercer trimestre de 2011 167**

**Indicadores económicos 1\***

**Artículos y publicaciones del Banco de España 67\***

# INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

## 1 RASGOS BÁSICOS

La economía española ha ido mostrando a medida que avanzaba el año un debilitamiento de la tenue recuperación que había iniciado en 2010. Según los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), el ritmo de avance intertrimestral del PIB se ralentizó en el segundo trimestre hasta el 0,2 %, lo que situó su tasa interanual en el 0,7 %. Detrás de esta trayectoria se encuentra una aceleración en la caída de la demanda nacional (del -0,4 % según su tasa intertrimestral), compensada solo parcialmente por la mejora de la contribución de la demanda exterior neta al producto (que se elevó a 0,6 pp).

La información disponible para el tercer trimestre apunta a que esta pauta de debilitamiento habría proseguido en los meses centrales del ejercicio, en un entorno marcado por el agravamiento de la crisis de la deuda soberana de la zona del euro. Las estimaciones realizadas a partir de la información coyuntural, todavía parcial e incompleta, señalan que en el tercer trimestre el PIB habría registrado una tasa de variación intertrimestral nula, situando su tasa interanual en el 0,7 %. No obstante, estas tasas han de tomarse con más cautela de lo habitual por las diferencias estadísticas que puedan surgir con el cambio de la base de la Contabilidad Nacional. Las estimaciones de avance del PIB que publicará el INE en noviembre se elaborarán con la nueva base 2008 (véase recuadro 4). La demanda interna habría experimentado un nuevo retroceso en el tercer trimestre (con una aportación al PIB de -0,8 pp respecto al período abril-junio), reflejando la contracción de los componentes públicos del gasto y la trayectoria todavía descendente de la inversión residencial, mientras que el consumo de los hogares y la inversión empresarial mostraron pequeños avances. En cambio, la demanda exterior neta se mantuvo como principal soporte de la economía y amplió su contribución al crecimiento del PIB (hasta 0,8 pp), debido al dinamismo de las exportaciones de bienes y del turismo.

Por el lado de la oferta, el empleo no dio signos de mejoría respecto a la primera parte del año, llegando a contraerse en términos netos más que en el trimestre precedente (en un 2,1 % en tasa interanual según la EPA). El deterioro del empleo determinó un aumento de la tasa de paro, que se situó en el 21,5 % en el período julio-septiembre, en un contexto de estabilización de la población activa. Por último, la inflación moderó la tendencia descendente que había registrado en los meses anteriores, debido a las subidas de los precios de los alimentos elaborados y de la energía, que compensaron la desaceleración de los precios del resto de componentes tras la cancelación de los efectos base vinculados al aumento del IVA el año pasado. Como resultado de estos movimientos contrapuestos, la tasa de variación interanual del IPC se situó en el 3,1 % en septiembre. Con todo, la inflación tuvo un comportamiento más contenido que en la zona del euro, con lo que el diferencial de precios se redujo en los tres últimos meses, hasta anularse en septiembre.

En el panorama económico internacional, el tercer trimestre supuso un deterioro adicional en la situación económica y financiera mundial como consecuencia de la profundización de la crisis de la deuda soberana en Europa y del empeoramiento de las perspectivas de crecimiento a nivel global. A pesar de los acuerdos alcanzados en la cumbre de jefes de Estado y de Gobierno del 21 de julio y de los avances en el cumplimiento de los programas de asistencia financiera en Irlanda y Portugal, la inestabilidad en los mercados de deuda soberana de la UEM continuó durante los meses de verano. En agosto, las tensiones se trasladaron a economías de mayor tamaño, como España e Italia, y en septiembre, a Bélgica y Francia, aunque en menor medida. Asimismo, las tensiones se propagaron al resto de



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL



TASAS DE VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL



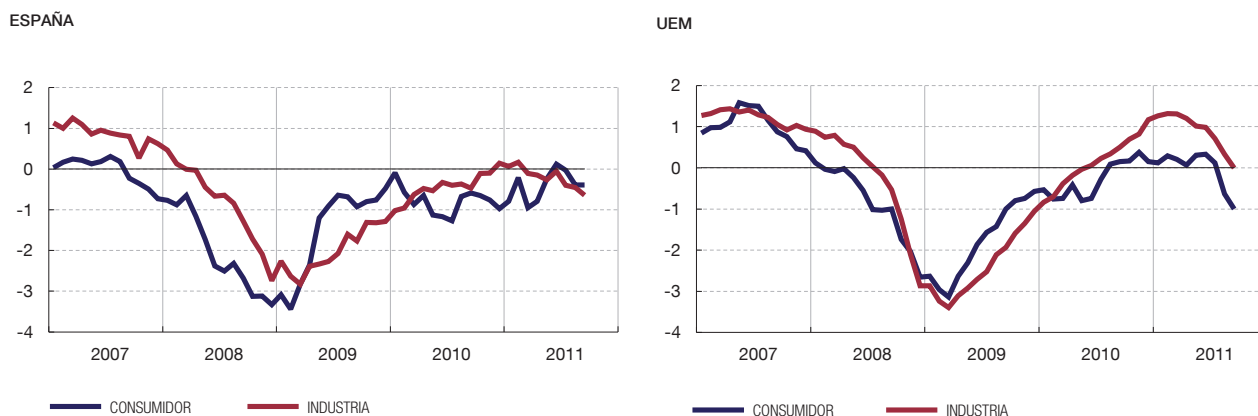
FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Series ajustadas de estacionalidad.

mercados financieros, donde se produjo un aumento de la demanda de los activos percibidos como más seguros, un incremento muy pronunciado de las primas de riesgo en el mercado interbancario, fuertes retrocesos en los mercados bursátiles y dificultades crecientes por parte del sistema bancario europeo para obtener fondos en los mercados monetarios y de capitales.

Detrás de esta acusada inestabilidad subyacen la intensificación de las dificultades del ajuste fiscal en Grecia, en un contexto macroeconómico muy adverso, los problemas políticos y legales que están acompañando la materialización de los acuerdos que se adoptaron en la cumbre del 21 de julio, en particular los relativos a la reforma de la Facilidad de Estabilidad Financiera, que constituye una pieza central para la contención de los procesos de contagio, y la mayor incertidumbre sobre la exposición del sistema bancario europeo a los países en dificultades.

La respuesta de la UEM a este agravamiento de la crisis de la deuda soberana se está articulando en distintos niveles. Por una parte, el BCE reanudó el Programa del mercado de valores a partir del 5 de agosto, para garantizar el correcto funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Asimismo, aseguró la provisión ilimitada de liquidez mediante la prórroga en agosto y septiembre de diversas medidas no convencionales e instauró en octubre un nuevo programa de adquisición de bonos bancarios garantizados (*covered bonds*), que se ejecutará entre noviembre de 2011 y octubre de 2012. A su vez, el Consejo Europeo, el Parlamento Europeo y la Comisión Europea alcanzaron un compromiso final sobre la reforma de la gobernanza el 11 de septiembre, lo que supone un significativo avance en el reforzamiento del marco de seguimiento, prevención y corrección de los desequilibrios macroeconómicos, tan necesario para minimizar el riesgo de crisis futuras. Por último, la cumbre de los jefes de Estado y de Gobierno de los países que forman parte del euro celebrada a finales de octubre ha supuesto un avance importante en el diseño de una estrategia suficientemente global para recuperar y reforzar la estabilidad financiera del área. Aunque todavía quedan algunos detalles concretos por resolver, el acuerdo aborda las principales debilidades detectadas y se concreta en actuaciones ambiciosas en cuatro áreas. En primer lugar, un nuevo programa de asistencia financiera a Grecia, que ahonda en la participación del sector privado, y que debe asegurar que las finanzas del país retornan a una situación de sostenibilidad de forma que la ratio de deuda pública se sitúe en torno al 120 % del PIB en 2020. En segundo lugar, la



FUENTE: Comisión Europea.

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

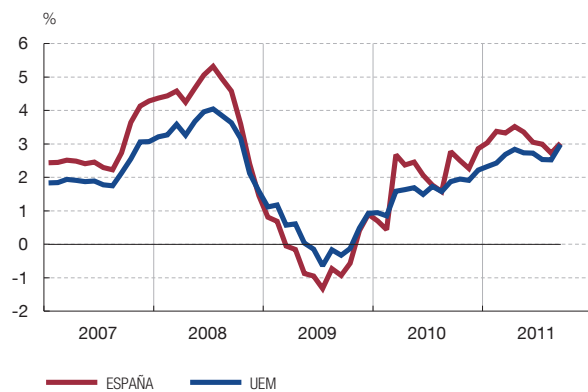
maximización de la eficiencia en el uso de los recursos disponibles de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF), que le permitirá multiplicar hasta por cinco su capacidad de actuación y constituirse de esta manera en un mecanismo eficaz para detener procesos de contagio. En tercer lugar, se establece un plan destinado a restaurar la confianza en el sector bancario mediante, por un lado, un programa de garantías coordinado a nivel de la UE que facilite la financiación del sector y, por otro, una recapitalización de los principales bancos, a los que se les exigirá mantener una ratio del 9 % de capital de primera calidad en junio de 2012. Por último, se renovó el compromiso de los Gobiernos para seguir adoptando las medidas necesarias que aseguren la sostenibilidad de sus finanzas públicas y potencien el crecimiento económico, respetando los objetivos fiscales aprobados y acelerando las reformas estructurales. Los jefes de Estado y de Gobierno acordaron también avances adicionales en la reforma de la gobernanza y en la integración del área del euro para potenciar la convergencia económica necesaria dentro de una unión monetaria (véanse para más detalle, epígrafe 3 y recuadro 3 de este Informe).

Por su parte, en el ámbito de los Estados miembros, los países aprobaron nuevas medidas de ajuste en agosto, septiembre y octubre. Italia adoptó un programa de consolidación presupuestaria con la intención de anticipar en un año su objetivo de alcanzar el equilibrio presupuestario y, en la cumbre de finales de octubre, presentó medidas para reforzar la competitividad y liberalizar la economía que quedan pendientes de implementación. En España se aprobó una reforma de la Constitución<sup>1</sup>, con la que se introducen límites al déficit estructural de las AAPP y a la ratio de deuda pública, en línea con las provisiones del Tratado de la Unión Europea. Esta medida eleva el rango legal de la obligación de que todas las Administraciones Públicas adecuen sus actuaciones al principio de estabilidad presupuestaria, lo que resulta particularmente apropiado dado el elevado grado de descentralización fiscal existente. Aunque esta reforma solo entrará en vigor en relación con los objetivos de déficit y de deuda en 2020, supone, sin duda, un reforzamiento del principio de estabilidad presupuestaria. Adicionalmente, con el fin de limitar los riesgos de desviaciones en el cumplimiento de los objetivos presupuestarios, se adoptó un nuevo paquete de ajuste fiscal<sup>2</sup>, con un efecto estimado de reducción del déficit público del 0,5 % del PIB en 2011 y, en materia

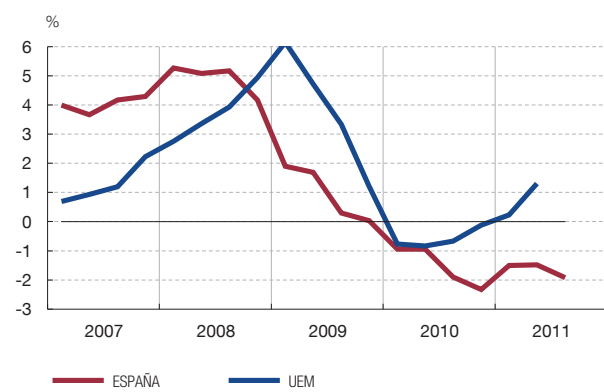
1 El BOE del 27 de septiembre de 2011 publicó la reforma del artículo 135 de la Constitución Española.

2 Real Decreto Ley 9/2011, de 19 de agosto, de medidas para la mejora de la calidad y cohesión del sistema nacional de salud, de contribución a la consolidación fiscal y de elevación del importe máximo de los avales del Estado para 2011.

ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS



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.

laboral<sup>3</sup>, se introdujeron cambios en la regulación del contrato de formación y se eliminaron algunas de las restricciones que operaban sobre la contratación temporal. Por último, en octubre el Gobierno aprobó una reforma del Fondo de Garantía de Depósitos<sup>4</sup>.

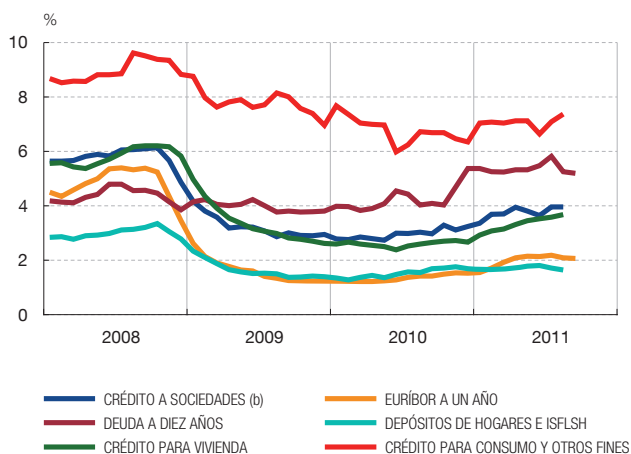
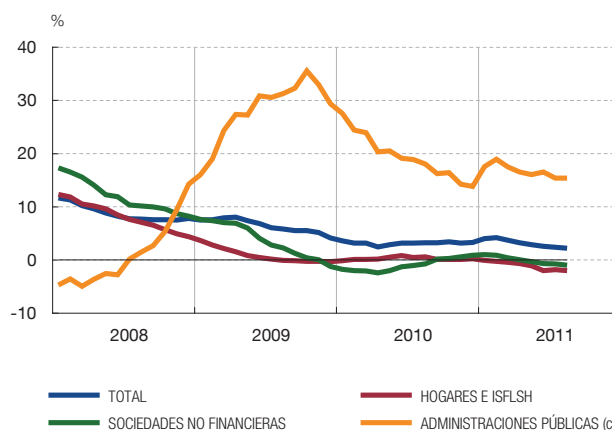
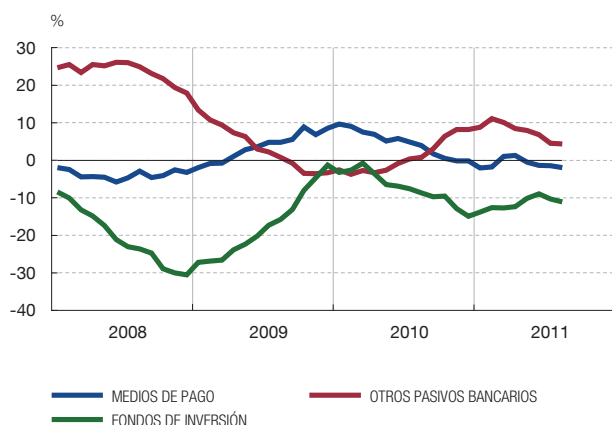
El clima de inestabilidad financiera que prevaleció en el tercer trimestre provocó un deterioro generalizado en el ritmo de recuperación económica, que se dejó sentir con intensidad en la mayoría de economías avanzadas y, en particular, en la zona del euro, donde se frenó el avance de la actividad tras el dinamismo observado en el primer semestre, así como una revisión a la baja por parte de organismos internacionales y analistas privados de las perspectivas sobre el crecimiento a medio plazo. En la UEM, la ausencia de tensiones inflacionistas en el horizonte relevante de la política monetaria llevó al Consejo del BCE a dejar inalterados los tipos de interés, en sus reuniones de agosto, septiembre y octubre, en el 1,5 % para las operaciones principales de financiación y en el 2,25 % y el 0,75 %, respectivamente, para las facilidades de crédito y de depósito.

En España, el recrudecimiento de la crisis de la deuda soberana generó una intensificación de las tensiones financieras, lo que se manifestó en un aumento de las primas de riesgo crediticio de los valores de renta fija emitidos tanto por las AAPP como por el sector privado, caídas en los índices bursátiles y crecientes dificultades de obtención de fondos de las entidades bancarias en los mercados mayoristas. La reactivación del Programa de mercado de valores por parte del BCE a principios de agosto, junto con las medidas adoptadas, contribuyó a que la rentabilidad de los bonos españoles a diez años, que llegó a superar el 6 % a principios de agosto, descendiera posteriormente y se estabilizara en niveles ligeramente por encima del 5 %, aunque dentro de una trayectoria de elevada volatilidad. En los días posteriores a la celebración de la cumbre citada, el diferencial con respecto a la deuda alemana se situaba en torno a 310 pb. En los mercados de valores, las cotizaciones bursátiles mostraron también una gran volatilidad, así como acusados descensos, que, pese a la moderada recuperación de los índices en las primeras semanas de octubre, han supuesto minusvalías de un 15 % del IBEX 35 desde finales de junio (un 10,4 % desde que se iniciara el año).

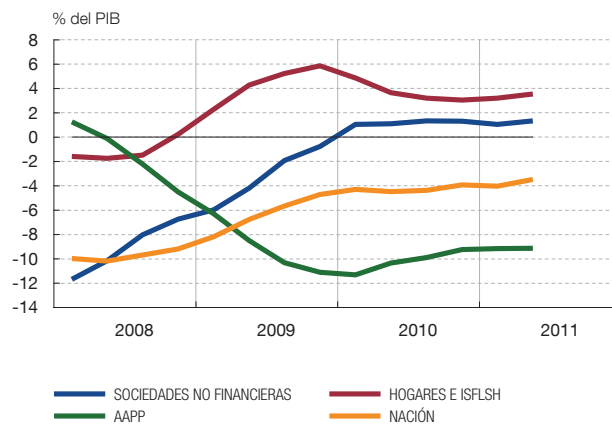
3 Real Decreto Ley 10/2011, del 26 de agosto, de medidas urgentes para la promoción del empleo de los jóvenes, el fomento de la estabilidad en el empleo y el mantenimiento de la recualificación profesional de las personas que agoten su protección por desempleo.

4 Real Decreto Ley de 14 de octubre, por el que se crea el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito.

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.

En el mercado inmobiliario, de acuerdo con la información que publica el Ministerio de Fomento, los precios de la vivienda aceleraron en el tercer trimestre su ritmo de disminución, hasta alcanzar una tasa interanual del 5,6 %, cifra que implica una caída acumulada desde el nivel máximo que alcanzó en el primer trimestre de 2008 de casi un 18 % en términos nominales (un 23 % en términos reales).

Con este trasfondo, las condiciones de financiación del sector privado experimentaron un endurecimiento adicional, pues los mayores costes que comportó la captación de fondos por parte de las instituciones financieras se reflejaron en aumentos de los tipos de interés de los préstamos concedidos a empresas y familias. Por su parte, según la información que proporciona la última Encuesta sobre Préstamos Bancarios, las condiciones distintas

de los tipos de interés que establecen las entidades para la concesión de financiación permanecieron estables, tras los sucesivos endurecimientos acumulados desde 2007.

En estas circunstancias, las decisiones de gasto de las familias mostraron en conjunto un tono de debilidad. Se estima que el consumo de los hogares habría experimentado un pequeño repunte en tasa intertrimestral, en un entorno marcado por la desfavorable evolución del mercado laboral, la acusada incertidumbre, la pérdida de poder adquisitivo por el mantenimiento de tasas de inflación relativamente elevadas y la disminución del valor de la riqueza, tanto en el componente financiero como en el inmobiliario. La información de las cuentas de los sectores institucionales, disponibles ya hasta el segundo trimestre<sup>5</sup>, parece confirmar el cambio de trayectoria de la renta disponible nominal de los hogares que se observó en el primero, pues habría ralentizado nuevamente su ritmo de descenso, hasta prácticamente estabilizarse en términos acumulados de cuatro trimestres. Con todo, las familias hubieron de acudir al ahorro para suavizar su pauta de consumo, como ha venido ocurriendo desde finales de 2009, con lo que se produjo un nuevo descenso de la tasa de ahorro en este período, que se situó en el 12,8 % de la renta disponible en términos acumulados de cuatro trimestres. Esta tendencia podría prolongarse en lo que resta de ejercicio.

La inversión residencial, por su parte, se contrajo en una magnitud similar a la del trimestre previo en términos de la tasa intertrimestral, con lo que la ratio de inversión residencial sobre el PIB se habría reducido en torno a 5 pp del PIB<sup>6</sup> desde su nivel máximo en 2007, lo que da una idea de la magnitud del ajuste ya realizado. Con todo, la demanda de activos residenciales siguió mostrando una senda descendente que retrasa la absorción del exceso de oferta que ha acumulado el sector en estos años.

En conjunto, las decisiones de consumo y de inversión de las familias en el período abril-junio fueron compatibles con el mantenimiento de una capacidad de financiación del sector en niveles similares a los de trimestres previos (3,5 % del PIB en el acumulado de cuatro trimestres), aunque dentro de una trayectoria suavemente descendente. Por otra parte, los hogares volvieron a reducir sus pasivos financieros en el tercer trimestre, a una tasa similar a la de los meses precedentes, del 2 % en términos interanuales, como resultado de una mayor contracción del crédito para consumo y otros fines (5 %) y menor en el caso de la financiación que se destina a la adquisición de vivienda (1,1 %). Se estima que esta contracción de la deuda habría facilitado una leve disminución de la ratio de endeudamiento sobre la renta bruta disponible y la reanudación del proceso de desapalancamiento gradual que afrontan las familias.

La inversión empresarial mantuvo un tono similar al del período previo, con registros moderadamente positivos, sustentados en el dinamismo de las exportaciones, que compensó el deterioro de las perspectivas económicas a medida que se agudizaba la crisis de la deuda soberana. Hacia el futuro, sin embargo, la prolongación del actual clima de incertidumbre y desconfianza podría reflejarse en una disminución de la inversión empresarial. En el segundo trimestre, las sociedades no financieras incrementaron de nuevo su capacidad de financiación, según los datos de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, hasta situarse en el 1,5 % del PIB, con datos acumulados de cuatro trimestres,

5 Los datos de las cuentas financieras de los sectores correspondientes al segundo trimestre de 2011 se han publicado ya en consonancia con la Contabilidad Nacional referida a la nueva base 2008, lo que ha supuesto algunas revisiones en las series históricas; ente otras, en los desequilibrios entre ahorro e inversión de los distintos sectores de la economía.

6 Nótese que este porcentaje variará tras el cambio de base de la Contabilidad Nacional, pues parte de la inversión que se incluía en la inversión en otros productos (como la promoción inmobiliaria, servicios de notaría, etc.) en la anterior base tendrá la consideración de inversión residencial en base 2008.

lo que podría responder al objetivo de las empresas de sanear sus balances o de fortalecer su capacidad de autofinanciación ante el endurecimiento de las condiciones de financiación. Las empresas continuaron asimismo reduciendo su endeudamiento, a una tasa del 1,1 % en términos interanuales en septiembre, lo que propició un nuevo descenso de la ratio de endeudamiento del sector.

En cuanto a los intercambios comerciales con el exterior, el avance de las exportaciones de bienes y servicios explica la ampliación de la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del producto, ya que las importaciones atenuaron su ritmo de descenso. Las ventas al exterior se volvieron a apoyar en la expansión que todavía mostraba el comercio internacional y en la continuidad del proceso de corrección gradual de las pérdidas de competitividad-precio acumuladas durante la fase expansiva, así como en el dinamismo del turismo, si bien las perspectivas para el último tramo del año han empeorado por la desaceleración de la economía mundial. Por su parte, aunque las importaciones de bienes y servicios flexionaron a la baja algo menos que en el período abril-mayo, su contracción está en línea con el tono de debilidad que mostraron el consumo interno y la inversión empresarial.

La pauta de corrección de las necesidades de financiación se restauró en el segundo trimestre, situándose en el 3,5 % el PIB en acumulado de cuatro trimestres (3,9 % en 2010), según la información que proporcionan las cuentas no financieras de los sectores institucionales. Datos más actualizados de la balanza de pagos muestran que detrás de esta evolución se encuentra la mejora en el saldo de bienes no energéticos, que en el período enero-julio arrojó un superávit del 0,2 % del PIB, y en el de servicios, con un superávit del 3 % del PIB. En sentido contrario, el saldo comercial de bienes energéticos y el saldo de rentas ampliaron sus posiciones deficitarias.

Por el lado de la oferta, la atonía de la actividad en el transcurso del tercer trimestre se explica por la intensificación del perfil contractivo de la construcción, principalmente en su componente de obra pública, y de los servicios de no mercado, ramas productivas que están acusando con particular intensidad los planes de consolidación presupuestaria. En cambio, la industria repuntó en el tercer trimestre, una vez que se restauraron las condiciones de oferta y de los canales de distribución habitual de los productos industriales, tras la interrupción que habían registrado como consecuencia del terremoto de Japón en marzo, y en un contexto de dinamismo de las exportaciones. Por su parte, los servicios de mercado, que desde que comenzó la recuperación habían mostrado una pauta menos vacilante, registraron tasas de crecimiento moderadas, apoyadas en los servicios turísticos. Con todo, existen dudas sobre la continuidad de esta expansión de la industria y de los servicios de mercado, dado el retroceso de las perspectivas de negocio que han mostrado recientemente los principales indicadores de opinión. El empleo para el conjunto de la economía volvió a retroceder, estimándose un descenso de la ocupación más significativo que la del trimestre precedente (-1,8 % en tasa interanual), con una contribución más negativa del empleo de los servicios de no mercado, en consonancia con los ajustes presupuestarios ya mencionados. El empleo en la economía de mercado también intensificó su tasa de descenso (-1,9 %), con lo que la productividad repuntó sustancialmente.

Los costes laborales se ajustaron parcialmente a este entorno de debilidad del mercado laboral, con tasas de avance de la remuneración por asalariado para el conjunto de la economía que se mantuvieron por debajo del 1 % en la primera mitad del año. No obstante, esta moderación refleja en buena medida el efecto de los recortes de los salarios públicos en 2010 y su estabilización posterior frente a un comportamiento algo más inercial de los salarios del sector privado. Para estos últimos, se estima un incremento en el

entorno del 1 % en el tercer trimestre, similar al del período abril-junio, cifra que, de confirmarse, permitiría un nuevo descenso de los costes laborales unitarios. Una vez que el efecto de la reducción de los salarios públicos se vaya agotando, la prolongación de esta tendencia requiere que la negociación colectiva, que hasta septiembre comporta un incremento de las tarifas elevado (del 2,6 %) como consecuencia de la prevalencia en la misma de la firma de convenios plurianuales, muestre una tendencia más definida a la desaceleración. La moderación de costes y precios resulta decisiva para consolidar las mejoras en la competitividad que están acompañando el duro ajuste que está realizando la economía española, máxime en un entorno de más que probable pérdida de dinamismo de la economía mundial, que afectará sin duda a nuestros mercados de exportación.

La debilidad de la demanda interna y de la actividad se ha dejado sentir en el ritmo de reducción del desequilibrio fiscal. Por el lado de los ingresos, la información disponible, que comprende la recaudación hasta septiembre de los tributos compartidos por la Administración Central y las Administraciones Territoriales, por una parte, y la Seguridad Social, por otra, indica que el crecimiento de la recaudación impositiva se encuentra por debajo de la previsión presupuestaria, en particular en el caso de las cotizaciones sociales y de los impuestos especiales. Por el lado del gasto, la información disponible para el conjunto del sector AAPP, que se encuentra algo más retrasada (hasta junio en términos de Contabilidad Nacional, según la nueva base 2008), muestra una ralentización del gasto, aunque todavía inferior a lo que proyectaba el último Programa de Estabilidad, dada la mayor inercia de las compras de bienes y servicios en la primera mitad del ejercicio.

La ejecución presupuestaria no ha reflejado todavía, sin embargo, las medidas extraordinarias de consolidación presupuestaria que se tomaron en agosto (que incrementarán la recaudación del impuesto de sociedades, reducirán el gasto sanitario y aumentarán los ingresos por el importe del resultado de la subasta de los derechos de uso del espacio radioeléctrico). Pese a ello, las tendencias vigentes indican la existencia de riesgos de que se produzca una desviación respecto al objetivo de déficit del 6 % del PIB en 2011, como consecuencia de la debilidad de la recaudación impositiva y de la inercia del gasto, principalmente en el ámbito de las CCAA. Con la información con la que se cuenta a la hora de redactar este Informe, la magnitud de la desviación se encuentra dentro de los márgenes que pueden ser corregidos mediante una gestión adecuada de la ejecución presupuestaria en lo que queda del ejercicio. En todo caso, si los datos de ejecución presupuestaria de los próximos meses indicaran la posibilidad de que esos riesgos se materializasen, sería imprescindible adoptar medidas adicionales en consonancia con el carácter incondicional del compromiso asumido por el Gobierno con el cumplimiento de los objetivos fiscales, y con el estrecho escrutinio al que siguen sometidas las finanzas públicas en medio de la actual crisis de la deuda soberana. En la misma línea, los Presupuestos Generales del Estado para 2012, que se aprobarán con cierto retraso como consecuencia del calendario electoral, deberán articular los esfuerzos necesarios para asegurar la consecución del objetivo de déficit para ese año, del 4,4 % del PIB.

## 2 ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

Durante el último trimestre, la evolución económica y financiera en el entorno exterior de la UEM ha sufrido un profundo deterioro, en el que han interactuado: la agudización de la crisis soberana en el área del euro, la acusada pérdida de tono de la actividad económica, la fragilidad de los sistemas financieros en algunas economías, la percepción de un reducido margen de actuación de las políticas y —como corolario de todo lo anterior— una notable pérdida de confianza de los agentes económicos. La transmisión de este episodio de inestabilidad ha sido bastante generalizada, afectando de forma significativa a las economías emergentes. Con el fin de mitigar el impacto de esta inestabilidad sobre el sistema financiero y la confianza, las políticas económicas, principalmente las monetarias, han modificado su tono, tomando en algunos países un giro expansivo adicional. En particular, este ha sido el caso de Estados Unidos y el Reino Unido (véase recuadro 1), donde se están apurando los márgenes adicionales de actuación disponibles.

Los mercados financieros internacionales reflejaron esta situación de modo muy acusado. La profundización de la crisis de deuda soberana en Europa fue el principal foco de tensión, amplificado por la pérdida de vigor de la recuperación y las incertidumbres en torno a la política económica. El sector financiero se vio especialmente afectado, agravándose los problemas de financiación de las entidades financieras, tanto en términos de coste como de su capacidad para colocar nuevas emisiones, mientras que las bolsas registraron un desplome generalizado, con caídas especialmente intensas en las cotizaciones bancarias. A mediados de septiembre, la rentabilidad del bono del Tesoro estadounidense alcanzó el mínimo de los últimos cincuenta años (en torno al 1,7%), ante la huida hacia activos más seguros por parte de los inversores. La creciente aversión al riesgo también influyó en los mercados cambiarios, donde algunas monedas que actúan como activo refugio se apreciaron notablemente. En particular, el dólar se apreció frente al euro y cotizó en niveles mínimos desde principios de año, situándose en 1,31 dólares por euro a principios de octubre. El yen y el franco suizo también se apreciaron, lo que llevó a sus autoridades a intervenir en los mercados cambiarios; en el caso de Suiza, a principios de septiembre se fijó una paridad mínima del franco suizo en 1,20 francos por euro. En los mercados emergentes, la huida hacia la calidad se reflejó en un incremento sostenido de las primas de riesgo a partir de la primera semana de agosto, hasta niveles que no se registraban desde el segundo trimestre de 2009. En septiembre se produjeron, además, salidas de flujos de fondos de deuda emergente, segmento que había resistido hasta ese momento las turbulencias registradas desde comienzos de 2011, y la práctica paralización de las emisiones de renta fija en los mercados internacionales. La búsqueda de liquidez llevó a deshacer posiciones de *carry trade* en los mercados más profundos y dio lugar a fuertes depreciaciones de las divisas frente al dólar. Todas estas tendencias han revertido, en parte, en octubre, aunque sin compensar las pérdidas previas. Por su parte, los precios de las materias primas experimentaron fuertes caídas y un considerable repunte de la volatilidad desde agosto, más pronunciados en los metales industriales que en alimentos o energía. El descenso en el precio del petróleo Brent fue más moderado, y desde comienzos de agosto se ha movido en la banda entre los 105-115 dólares por barril, frente al promedio de 118 registrado en julio.

En Estados Unidos, la estimación final del PIB del segundo trimestre mostró un crecimiento trimestral anualizado del 1,3%. La batería de datos negativos de los últimos meses configura un panorama de debilidad para el tercer trimestre, aunque los últimos indicadores ofrecen algunos signos más favorables. Así, la producción industrial avanzó nuevamente en

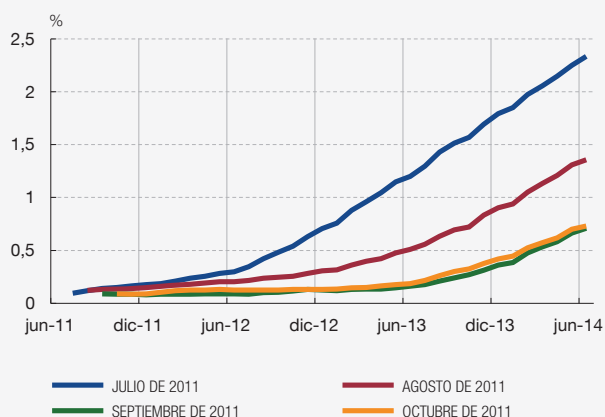


Tras los primeros indicios de recuperación y la aparición de presiones inflacionistas en el pasado ejercicio y el inicio de este, algunos bancos centrales comenzaron la retirada de los estímulos monetarios introducidos en respuesta a la crisis y en otros empezó a contemplarse la estrategia de salida de dichas medidas. Sin embargo, en los últimos trimestres, el continuado deterioro de las condiciones económicas y financieras a escala global ha provocado un giro acomodaticio en el tono de las políticas monetarias tanto de los países desarrollados como emergentes. Este viraje ha venido acompañado de una reducción de las sendas esperadas de los tipos de interés oficiales de forma general y, en especial, en las economías desarrolladas, donde se prevé que se mantengan en niveles reducidos por un periodo de tiempo prolongado (véanse gráficos 1 y 2). La preocupación por el diseño de estrategias de salida de las medidas expansivas ha dado paso a la búsqueda de posibilidades para estimular la demanda, en un entorno de ajuste fiscal ya programado y de tipos de interés cercanos a cero en algunos casos. Los países emer-

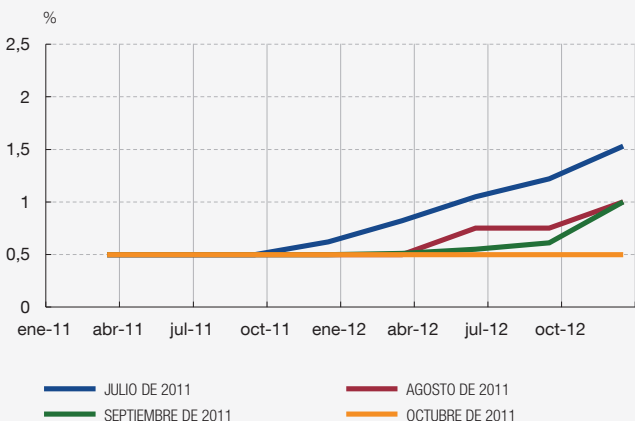
gentes, algunos de los cuales habían iniciado un ciclo alcista de tipos en 2010 ante el temor de sobrecalentamiento de sus economías, han establecido una pausa en dicho ciclo e incluso, en casos concretos como Brasil, Indonesia o Turquía, han decidido rebajas del tipo oficial. Entre los países desarrollados se han producido movimientos similares en Suecia, mientras que el BCE ha reactivado sus operaciones de compra de deuda pública (SMP, *Securities Market Program*) y ha adoptado nuevas medidas de carácter no convencional para el suministro de liquidez. No obstante, han sido los bancos centrales de Estados Unidos y del Reino Unido los que han retomado con más fuerza sus estrategias no convencionales.

En Estados Unidos, el Comité Federal del Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC) dio un primer paso hacia una mayor acomodación de su política monetaria en la reunión de agosto de 2011, anunciando su compromiso de mantener los reducidos niveles de tipos de interés actuales en un horizonte temporal ex-

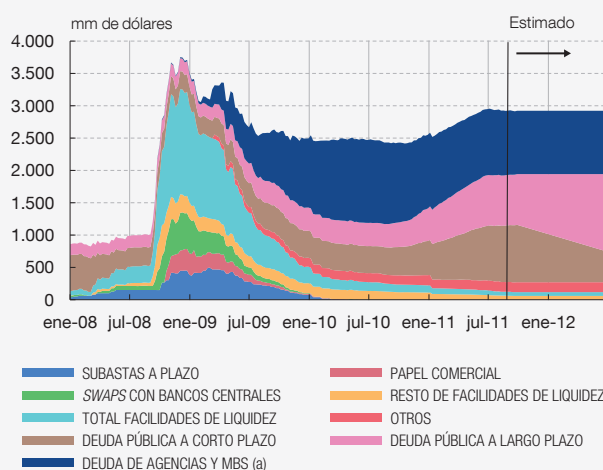
1 ESTADOS UNIDOS



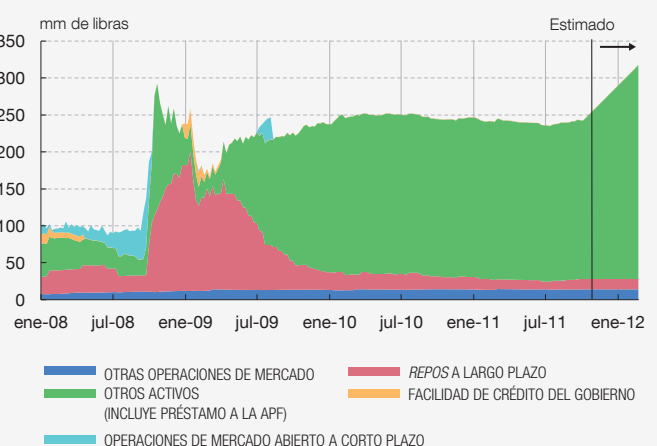
2 REINO UNIDO



3 ESTADOS UNIDOS



4 REINO UNIDO



FUENTES: Reserva Federal y Banco de Inglaterra.

plícito (al menos hasta mediados de 2013). Al mes siguiente, el FOMC decidió iniciar una estrategia de recomposición de su cartera de deuda, conocida como *Operation Twist*, consistente en sustituir títulos del Tesoro a corto plazo por valores públicos a más largo plazo<sup>1</sup>, con el fin de alargar el vencimiento medio de su cartera de Treasuries, sin necesidad de volver a aumentar el tamaño de su balance. En concreto, antes de junio de 2012, se venderán 400 mm de dólares en deuda del Tesoro con vencimiento inferior a tres años y se comprará la misma cuantía en bonos con vencimiento residual entre seis y treinta años (véase gráfico 3). Además, el FOMC decidió modificar su política de reinversión de los fondos procedentes de las amortizaciones de deuda y titulizaciones (MBS) de agencia de su cartera, que ahora se destinarán a adquirir nuevos MBS —en vez de bonos del Tesoro, como ha ocurrido durante el último año—, con el objetivo de relajar las condiciones del mercado hipotecario.

Por su parte, en su reunión de octubre, el Comité de Política Monetaria del Banco de Inglaterra (MPC) inició una segunda ronda de expansión cuantitativa (conocida por sus siglas en inglés, QE, *quantitative easing*)<sup>2</sup>. En concreto, el Comité decidió ampliar el saldo de su programa de compra de activos, conocido como *Asset Purchase Facility* (APF), en 75 mm de libras (en torno al 5 % del PIB), saldo tras haberlo mantenido estable en 200 mm de libras desde febrero de 2010 (véase gráfico 4). Las compras se prolongarán durante cuatro meses, hasta febrero de 2012, y se centrarán en deuda pública británica (*gilts*) con vencimiento superior a tres años<sup>3</sup>.

Con estas actuaciones, la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra pretenden reducir los tipos de interés de la deuda a largo plazo y mejorar las condiciones de financiación generales, propiciando la redirección de los flujos de ahorro desde bonos públicos hacia otros activos. En el caso del Reino Unido, la mayor liquidez en el sistema debería traducirse en un incremento de los depósitos bancarios y, por tanto, atenuar los problemas de financiación de la

banca, facilitando el aumento del crédito en un momento de fuertes tensiones en los mercados de financiación en Europa. Como se observa en los gráficos, las medidas de la Fed no supondrán un incremento significativo del balance, mientras que las del Banco de Inglaterra lo situarían en niveles superiores a los del último trimestre de 2008.

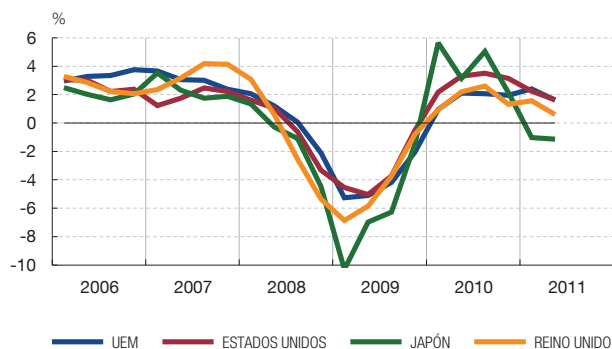
En principio, es difícil determinar cuál será el impacto económico de estas estrategias. En todo caso, el efecto sobre el mercado de deuda pública debería ser relevante si atendemos al volumen programado de compras. En el caso estadounidense, este volumen asciende a un importe aproximado del 25 % del total de emisiones netas del Tesoro durante 2010. En el del Reino Unido, sería equivalente al 62 % del total de emisiones netas pendientes hasta marzo de 2012, y al 45 % de las emisiones previstas en el año fiscal. Según estimaciones de la Reserva Federal, la *Operation Twist* podría tener un impacto significativo, reduciendo los tipos de interés a largo plazo en torno a 20 puntos básicos (pb). En cuanto al Reino Unido, el Banco de Inglaterra ha estimado que la anterior fase de QE presionó a la baja la rentabilidad de los *gilts* en torno a 100 pb. Una extrapolación lineal en relación con el tamaño de la nueva ronda de expansión cuantitativa (QE) apuntaría a un efecto en torno a los 35 pb. En términos generales, no obstante, existe una elevada incertidumbre sobre el impacto final que tendrán estas medidas en la economía real, ya que las circunstancias económicas y financieras en las que se implementarán son distintas a las que prevalecían anteriormente, y ya se había administrado una notable cantidad de estímulo.

Así, el impacto real podría verse limitado en un entorno como el actual, caracterizado por un proceso de desapalancamiento privado, restricciones crediticias y elevada incertidumbre sobre las perspectivas económicas, tanto entre hogares como entre empresas. Existe, por tanto, la posibilidad de que los estímulos monetarios extraordinarios puedan evitar los riesgos más extremos, pero se muestren ineficaces para impulsar la recuperación económica. Esta circunstancia se agravaría si persisten ciertos problemas, como los derivados de la crisis soberana europea, que limitarían aún más el efecto de estas medidas no convencionales.

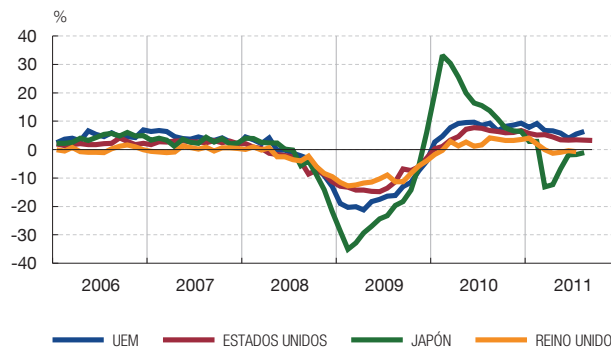
Tampoco se puede descartar que en una perspectiva a más largo plazo estas estrategias no convencionales acaben provocando un aumento de las expectativas de inflación y la formación de nuevas burbujas en los mercados financieros. Además, la fuerte presión que existe sobre las finanzas públicas podría presionar eventualmente al alza los tipos a largo en ambos países. Aunque estos riesgos parecen reducidos en el entorno actual, de elevada incertidumbre y debilidad económica, las autoridades monetarias deben permanecer vigilantes.

- 1 Al mismo tiempo, otras opciones se siguen debatiendo en el seno del FOMC: reducir el tipo de interés de las reservas remuneradas; revisar la política de comunicación, dando mayor información al público sobre sus objetivos y decisiones; y la posibilidad de una tercera ronda de expansión monetaria mediante compras adicionales de bonos del Tesoro.
- 2 También en el seno del MPC se debatieron distintas alternativas, que incluían una recomposición del balance del Banco de Inglaterra, la posibilidad de rebajas del tipo oficial o el establecimiento de una senda sobre la evolución futura del tipo oficial.
- 3 La estructura y la operativa de la APF se mantendrán intactas, es decir, se implementarán mediante subastas semanales y se financiarán con la emisión de reservas bancarias, se comprarán títulos negociados en el mercado secundario, y las posibles pérdidas de la cartera serán asumidas por el Tesoro británico.

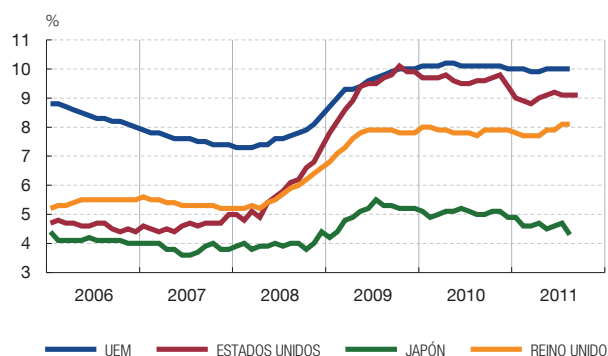
PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasa interanual



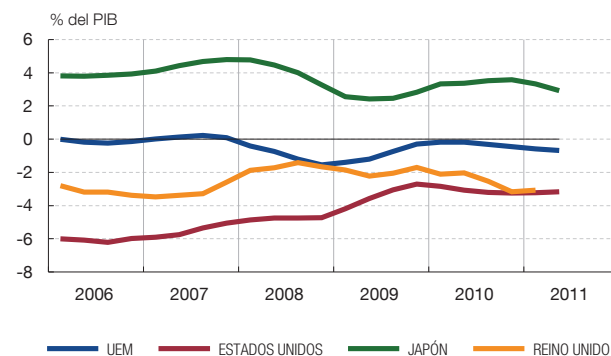
PRODUCCIÓN INDUSTRIAL  
Tasa interanual



TASA DE PARO (a)



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



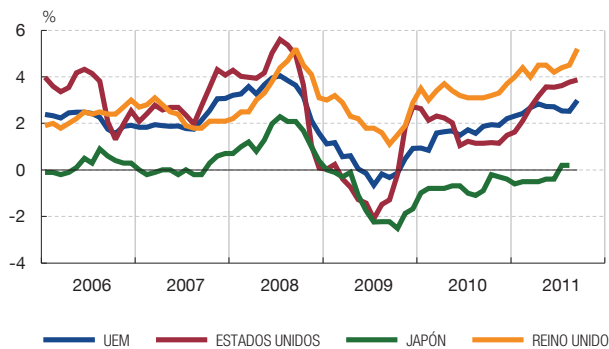
FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Porcentaje de la población activa.

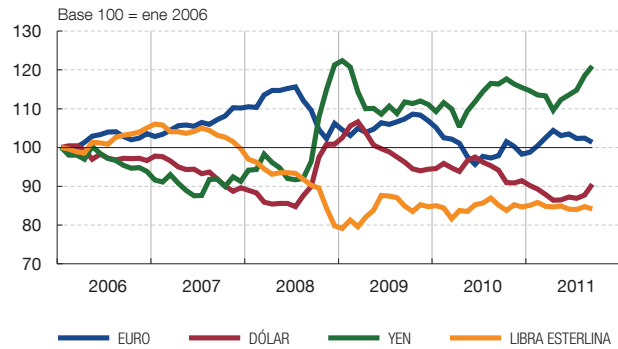
septiembre y los indicadores de confianza empresarial crecieron moderadamente, tanto en servicios como en manufacturas. Sin embargo, el consumo parece estancado, en línea con el deterioro de la renta disponible y el reducido nivel de confianza del consumidor. El mercado laboral mostró un mejor tono en septiembre, con una creación neta de empleo significativa, aunque la tasa de paro se mantuvo en el 9,1 %. La actividad en el mercado inmobiliario residencial sigue deprimida por la debilidad de la demanda, el estancamiento de la oferta, la incertidumbre sobre los precios, que continúan su ajuste a la baja, y unas duras condiciones crediticias. La inflación, medida por el IPC, ha aumentado de forma ininterrumpida, alcanzando en septiembre un 3,9 % en tasa interanual, mientras que la inflación subyacente se situó en el 2 %. En este contexto de fragilidad económica y financiera, la Reserva Federal reforzó el tono expansivo de su política monetaria mediante el compromiso de mantener los tipos de interés en los reducidos niveles actuales hasta mediados de 2013 y el inicio, en septiembre, de una estrategia de recomposición de su cartera de deuda pública hacia plazos más largos (la denominada *Operación Twist*). Asimismo, decidió reinvertir los activos respaldados por hipotecas (MBS) de su balance en ese mismo tipo de activos, para sostener el mercado inmobiliario. En el plano fiscal, la Casa Blanca ha propuesto un nuevo plan de apoyo de 447 mm de dólares, orientado al empleo, cuya aprobación es incierta.

En Japón, el PIB del segundo trimestre se contrajo un -0,5 % en tasa intertrimestral (-1,1 % interanual), sobre todo por la contribución negativa de la demanda externa.

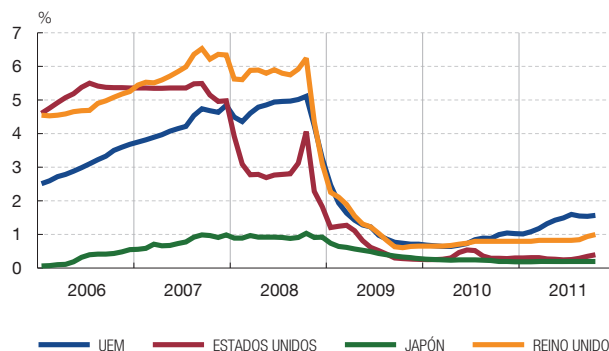
PRECIOS DE CONSUMO  
Tasa interanual



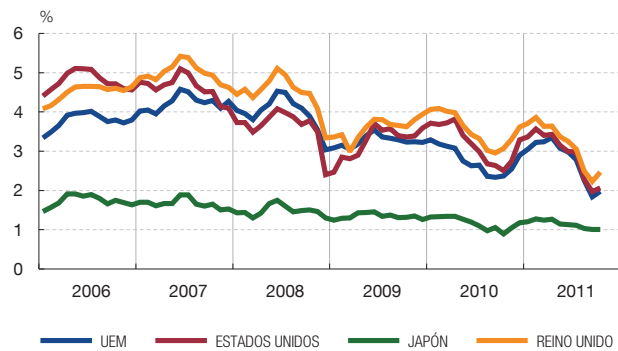
TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES  
CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



TIPO DE INTERÉS A CORTO PLAZO (a)



TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (b)



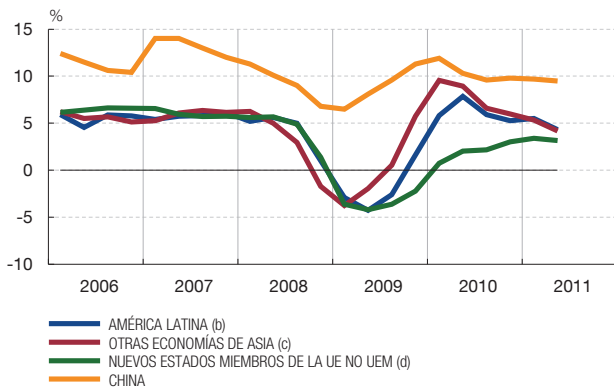
FUENTES: Datastream y Banco de España.

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

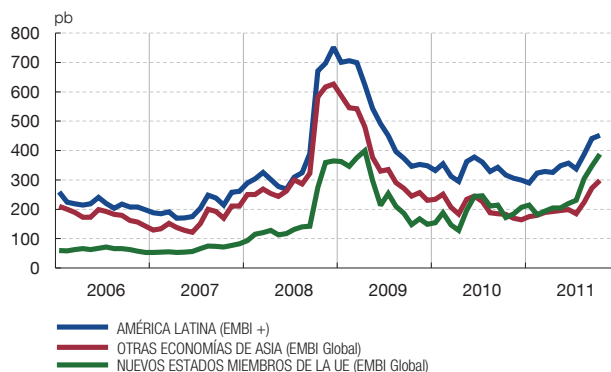
Los primeros indicadores del tercer trimestre apuntaban a una rápida recuperación, apoyada en la normalización de las cadenas de producción y la mejora del sentimiento de hogares y empresas. Sin embargo, ese impulso inicial ha perdido fuerza recientemente: la actividad manufacturera se ha desacelerado durante el verano, debido a las restricciones energéticas, y el índice PMI avanza una caída en septiembre, por el deterioro de la demanda mundial y la apreciación del yen. El consumo se debilitó en agosto, como consecuencia de la finalización de las medidas temporales de apoyo. En el ámbito externo, la balanza comercial mantuvo un saldo deficitario durante el trimestre, ya que la fortaleza de las importaciones compensó sobradamente la recuperación de las exportaciones. En el mercado laboral, la tasa de paro se redujo 0,4 pp en agosto, hasta el 4,3%, si bien se destruyó empleo por segundo mes consecutivo. Por su parte, la tasa de inflación fue del 0,2% en dicho mes, aunque la subyacente se mantuvo en terreno negativo. En este entorno, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el rango del 0%-0,1% y amplió su programa de compra de activos. Por último, el Gobierno elaboró un tercer presupuesto suplementario, para financiar los gastos de reconstrucción, por valor de 12 billones de yenes (2,5% del PIB).

En el Reino Unido, el PIB creció un 0,1% trimestral (0,6% interanual) en el segundo trimestre, apoyado en el consumo público y la inversión, mientras que el consumo privado y la demanda exterior tuvieron una aportación negativa al crecimiento, en un entorno de caída generalizada de los flujos comerciales. Los indicadores recientes apuntan

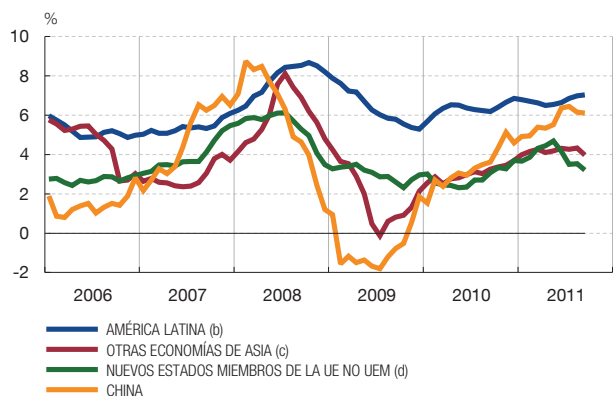
PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasa interanual



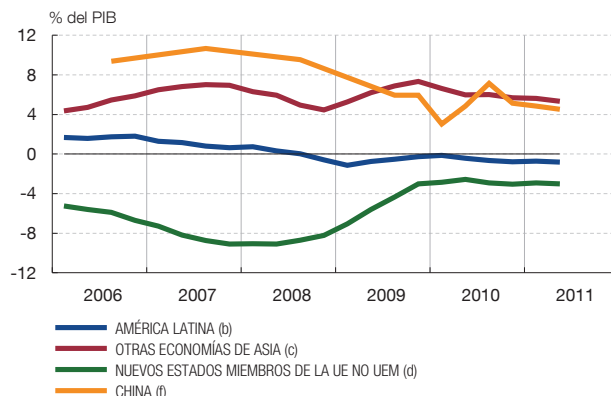
DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)



PRECIOS DE CONSUMO  
Tasa interanual



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



FUENTES: Datastream, Banco de España, FMI y JP Morgan.

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

hacia un debilitamiento adicional de la actividad en el tercer trimestre, en especial en el sector manufacturero, influido por la caída de los pedidos para la exportación. Además, el mercado laboral ha dado muestras de debilitamiento: la pérdida de vigor del empleo privado entre junio y agosto no permitió compensar el recorte del empleo público, por lo que la tasa de paro aumentó hasta el 8,1 %, la más alta desde 1996. Los datos de ventas minoristas apuntan a una nueva caída del consumo privado, al compás del reducido nivel de confianza y la pérdida de poder adquisitivo de los hogares, en un entorno de elevada inflación. Así, el reciente aumento del precio de los servicios de suministro energético a los hogares ha generado un repunte de la inflación hasta el 5,2 % en septiembre, aunque la tasa subyacente se mantuvo en el 3,3 %. El continuado deterioro de las condiciones económicas y financieras llevó al Banco de Inglaterra a reactivar su estrategia de expansión cuantitativa, a pesar de la elevada inflación; en su reunión de octubre aprobó nuevas compras de deuda pública por un importe de 75 mm de libras, a completar en febrero de 2012.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea no pertenecientes al área del euro se apreció, en el tercer trimestre, una moderación en el dinamismo de las exportaciones y de la producción industrial. Por otra parte, tampoco ha habido signos de recuperación de la demanda interna en la mayoría de los países, dada la fragilidad del mercado laboral y los compromisos de consolidación fiscal. A lo largo del trimestre, la inflación disminuyó de manera casi generalizada, debido al menor incremento de los precios de los alimentos, lo que ha situado la tasa agregada en el 3,3 % interanual en septiembre. La mayor incertidumbre sobre la continuidad de la recuperación, junto con un previsible período de moderación de la inflación, ha propiciado que se mantengan inalterados los tipos de interés oficiales. En el ámbito financiero, cabe mencionar la ley que aprobó el Parlamento húngaro a mediados de septiembre, que permite cancelar anticipadamente las hipotecas en moneda extranjera a un tipo de cambio muy inferior al de mercado, asumiendo los bancos las pérdidas por la diferencia —se estima que se cancelarán un 20 % de dichas hipotecas, lo que generaría unas pérdidas para el conjunto de la banca de en torno al 0,6 % del PIB—.

En China, el PIB aumentó un 9,1 % interanual en el tercer trimestre (9,5 % previo), la tasa más reducida en dos años. Las perspectivas son inciertas, tanto por la debilidad de la demanda externa como, sobre todo, por factores domésticos (disminución de la calidad del crédito bancario y dudas sobre la sostenibilidad de los precios de los activos inmobiliarios), si bien el escenario central sigue siendo de suave desaceleración. Por otra parte, aunque la inflación se moderó hasta el 6,1 % en septiembre, continúa estando muy por encima del objetivo (4 %). En esta línea, el banco central endureció su política monetaria en julio, al subir 25 pb el tipo oficial y 50 pb el coeficiente de reservas bancarias, aunque en el contexto actual de incertidumbre no se esperan nuevos tensionamientos. En el resto de Asia emergente, la producción industrial se desaceleró en el tercer trimestre de forma sensible en la mayoría de los países y se moderó el fuerte ritmo de avance de las exportaciones, lo que apunta a una ralentización adicional de la actividad. Persistieron las presiones inflacionistas, provocadas por el encarecimiento de alimentos y energía. A pesar de ello, los tipos oficiales solo se elevaron en dos países (Tailandia e India, en 25 pb), mientras que en el resto permanecieron estables ante el temor a una nueva desaceleración de las economías avanzadas, y en Indonesia incluso se redujeron en 25 pb en octubre.

En América Latina, los indicadores de mayor frecuencia apuntan a una desaceleración moderada de la actividad en el tercer trimestre en casi todos los países. Asimismo, se ha producido una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento para los próximos trimestres, ligada al empeoramiento del entorno exterior. La inflación aumentó cuatro décimas durante el trimestre, hasta situarse en el 7 % en septiembre. Entre las economías que mantienen objetivos de inflación, esta se sitúa por encima del límite superior del intervalo objetivo en Brasil y Perú, si bien las expectativas permanecen ancladas. En este contexto, el banco central de Brasil realizó sendas bajadas de 50 pb en sus reuniones de agosto y octubre, dejando el tipo de interés oficial en el 11,5 %. Los bancos centrales de Chile, México y Perú, por su parte, apuntan a posibles bajadas en las próximas reuniones, en función de la evolución del escenario internacional. Por otro lado, Argentina, Brasil y Perú realizaron ventas de dólares en los mercados de cambios para frenar las tensiones depreciatorias de sus monedas en la segunda quincena de septiembre, mientras que Colombia no renovó el programa de compras diarias de dólares y anunció que convocaría subastas en el mercado al contado cuando el tipo de cambio registre una fluctuación superior al 2 % respecto a la media de los diez días anteriores. Finalmente, en Argentina se celebraron elecciones presidenciales y legislativas, con la reelección de la actual presidenta.

### 3 EL ÁREA DEL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

A lo largo del tercer trimestre, la crisis de la deuda soberana que afecta al área del euro entró en una nueva etapa, caracterizada por una agudización y extensión de las tensiones en los mercados financieros. Durante este período, los problemas no se limitaron a los países bajo programa de asistencia financiera, donde los diferenciales soberanos siguieron ampliándose, sino que además, en agosto, se trasladaron a economías de mayor tamaño, como España e Italia, y en septiembre, a Bélgica y Francia, aunque en menor medida. Asimismo, las tensiones se propagaron al resto de mercados, afectando de forma especial al sistema bancario europeo, expuesto a la deuda de los países en dificultades. De este modo, el coste de financiación de los bancos se elevó por encima de los niveles alcanzados en 2009, a la vez que sus dificultades para obtener fondos en los mercados monetarios se incrementaron. Todo ello se tradujo en un importante retroceso de los indicadores de confianza y un endurecimiento de las condiciones de financiación de los agentes, en un contexto macroeconómico nacional e internacional adverso (véase recuadro 2).

En este contexto de inestabilidad financiera, la última información disponible apunta a un crecimiento muy modesto de la actividad en los meses de verano, tras el repunte que se produjo en la primera parte del año. Este debilitamiento de los indicadores económicos, junto con el menor empuje proveniente del sector exterior, el impacto sobre la demanda interna de las medidas de consolidación fiscal y las implicaciones del recrudecimiento de las tensiones financieras, ha llevado a los organismos internacionales y a los analistas privados a revisar a la baja sus perspectivas sobre la situación económica a medio plazo. Además, consideran que este escenario se encuentra sujeto a un elevado grado de incertidumbre, con un predominio de los riesgos a la baja, en buena medida relacionados con la situación de inestabilidad de los mercados financieros, tanto del área del euro como a escala global.

La ausencia de tensiones inflacionistas en el horizonte relevante de la política monetaria llevó al Consejo de Gobierno del BCE a dejar inalterados los tipos de interés en sus reuniones de agosto, septiembre y octubre. No obstante, el impacto de las turbulencias financieras sobre el funcionamiento de algunos mercados condujo al Consejo del BCE a recuperar diversas medidas de carácter no convencional para garantizar un nivel adecuado de liquidez y ayudar a restaurar la correcta transmisión de la política monetaria. Entre estas, cabe destacar la reactivación del Programa del mercado de valores y la realización de operaciones que permitan reforzar la provisión de liquidez en dólares (en coordinación con otros bancos centrales) y en euros, en este último caso mediante la realización de operaciones complementarias a plazos más largos.

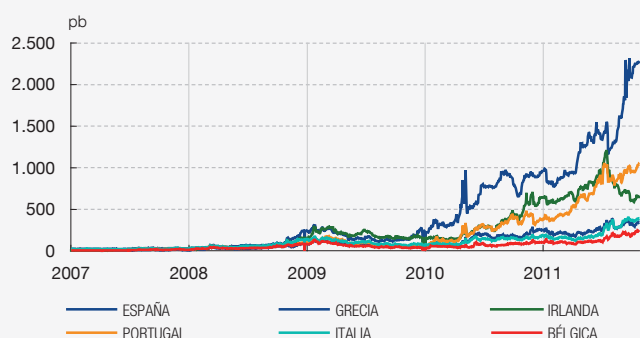
La cumbre de los jefes de Estado y de Gobierno de los países que forman parte del área del euro celebrada a finales de octubre ha supuesto un avance importante en el diseño de una estrategia suficientemente global para recuperar y reforzar la estabilidad financiera del área. Aunque todavía quedan algunos detalles concretos por resolver, el acuerdo aborda las principales debilidades detectadas y se concreta en actuaciones ambiciosas en cuatro áreas. En primer lugar, un nuevo programa de asistencia financiera a Grecia, que ahonda en la participación del sector privado, y que debe asegurar que las finanzas del país retornan a una situación de sostenibilidad de forma que la ratio de deuda pública se sitúe en torno al 120 % del PIB en 2020. En segundo lugar, la maximización de la eficiencia en el uso de los recursos disponibles de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF), que le permitirá multiplicar hasta por cinco su capacidad de actuación y constituirse

Durante el verano, la crisis de deuda soberana en el área del euro entró en una nueva fase caracterizada por una agudización de las tensiones, que se extendieron más allá de los tres países bajo programa, hasta afectar con virulencia a países de mayor tamaño, como Italia y España, y en menor medida, Bélgica y Francia. Así, los diferenciales de rentabilidad de las deudas soberanas alcanzaron niveles máximos desde la creación de la moneda única, cerca-

nos a los 400 pb en los casos de los títulos italianos y españoles (véase gráfico 1).

Las turbulencias afectaron de forma singular al sistema bancario europeo, muy expuesto a la deuda de los países en dificultades. De este modo, los bancos vieron cómo sus primas de riesgo de crédito superaban los niveles alcanzados tras la quiebra de Lehman

1 DIFERENCIALES SOBERANOS A DIEZ AÑOS. DATOS DIARIOS



2 INDICES ITRAXX PARA EUROPA A CINCO AÑOS (a)



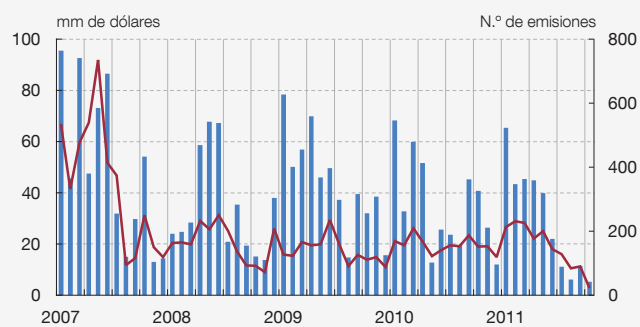
3 DIFERENCIAL EURIBOR-REPO



4 UTILIZACIÓN DE LA FACILIDAD DE DEPÓSITO DEL BCE  
Media de 30 días naturales



5 EMISIÓN BRUTA DE DEUDA DEL SECTOR FINANCIERO DE LA UEM (b)



6 EUROSTOXX AMPLIO Y SECTOR BANCARIO



FUENTES: Banco Central Europeo, Dealogic, Eurosistema, Fondo Monetario Internacional, Markit Economics y Banco de España.

a Índice negociado de una cesta compuesta por seguros de riesgo crediticio de deuda emitida por 25 entidades financieras.  
b Emisiones brutas de bonos a medio y a largo plazo. Excluye Covered Bonds.



Brothers (véase gráfico 2), al tiempo que aumentaban sus dificultades para obtener fondos (en particular, en dólares) en los mercados monetarios y de financiación mayorista. Al igual que en episodios pasados, la tensión se reflejó en un incremento de los diferenciales entre los tipos de los depósitos no garantizados y los depósitos con garantía (véase gráfico 3) y en un aumento del recurso a la financiación del Eurosistema, que coexiste con una elevada utilización de la facilidad de depósito del BCE (véase gráfico 4). Por su parte, las emisiones de deuda de los bancos se redujeron claramente y las entidades que lograron emitir lo hicieron a tipos elevados, mientras que las radicadas en los países con programa tienen prácticamente cerrado desde julio el acceso a la financiación en este mercado (véase gráfico 5).

La situación de inestabilidad financiera se propagó también a los mercados bursátiles (véase gráfico 6), que, en un contexto de volatilidad muy elevada, se vieron afectados por caídas importantes. Así, tanto el EUROSTOXX amplio como el selectivo se situaron a finales de octubre en niveles comparables a los de finales de 2008, y las pérdidas acumuladas en el año 2011 superaron en ambos casos el 20 %. Las cotizaciones de los bancos registraron retrocesos superiores, de forma que el índice EUROSTOXX del sector bancario descendió un 39 % en los meses transcurridos de 2011.

La afectación de elementos clave del mecanismo de transmisión de la política monetaria requirió a principios de agosto la intervención del BCE, que reactivó su programa de compra de deuda soberana en los mercados secundarios. El Consejo de Gobierno del

BCE decidió también reforzar la provisión de liquidez en dólares (en coordinación con otros bancos centrales) y en euros, en este último caso mediante la realización de operaciones complementarias a plazos más largos, según el procedimiento de subasta a tipo fijo y adjudicación plena. Asimismo, se creó un nuevo programa de adquisición de *bonos bancarios garantizados (covered bonds)*, entre los que se incluyen las cédulas españolas.

En resumen, la negativa evolución de los indicadores de estrés financiero durante el tercer trimestre del año ilustra el carácter sistémico y la gravedad de la crisis que afecta al área del euro. El deterioro de la situación en Grecia, la lentitud en la implementación de los acuerdos alcanzados en la cumbre europea del 21 de julio y las dudas de los mercados sobre la suficiencia de los compromisos financieros adquiridos por los países han exacerbado la aversión al riesgo y la volatilidad, afectando a la confianza de los agentes en un momento particularmente complicado, en el que el proceso de recuperación económica ha perdido vigor y la mayoría de los Gobiernos carece de margen para la adopción de políticas de estímulo de la demanda agregada. Resulta, por tanto, esencial en este punto poner en marcha los mecanismos necesarios que permitan minimizar el riesgo de que se produzcan dinámicas perversas de retroalimentación entre riesgo soberano, riesgo bancario y pérdida de impulso de la economía. En este sentido, la cumbre de jefes de Estado y de Gobierno de finales de octubre ha definido una estrategia global para garantizar la estabilidad financiera del área, que trata de afrontar las debilidades que se han puesto de manifiesto durante la crisis (véase la introducción).

de esta manera en un mecanismo eficaz para detener procesos de contagio. Para ello se contemplan dos opciones de apalancamiento, que no serían mutuamente exclusivas y cuyos detalles deberán concretarse el mes próximo: la primera consiste en otorgar un aseguramiento o garantía parcial a las nuevas emisiones de bonos soberanos de Estados miembros en dificultades, la segunda supone la creación de un vehículo financiero (*special purpose vehicle*) con el fin específico de atraer inversiones de instituciones financieras privadas y públicas. Además se fortalecerá la cooperación con el FMI para potenciar la capacidad financiera de la Facilidad. En tercer lugar, se establece un plan destinado a restaurar la confianza en el sector bancario mediante, por un lado, un programa de garantías coordinado a nivel de la UE que faciliten la financiación del sector y, por otro, una recapitalización de los principales bancos, a los que se les exigirá mantener una ratio del 9 % de capital de primera calidad en junio de 2012. Por último, se renovó el compromiso de los Gobiernos para seguir adoptando las medidas necesarias que aseguren la sostenibilidad de sus finanzas públicas y potencien el crecimiento económico, respetando los objetivos fiscales aprobados y acelerando las reformas estructurales.

Los jefes de Estado y de Gobierno acordaron también avances adicionales en la reforma de la gobernanza y en la integración del área del euro para potenciar la convergencia económica necesaria dentro de una unión monetaria. Los países del área constataron que la reciente aprobación de la reforma de la gobernanza que se inició en 2010 ha supuesto un paso

	2010				2011			
	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
<b>CONTABILIDAD NACIONAL (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)</b>								
Producto interior bruto	0,3	0,9	0,4	0,3	0,8	0,2		
Consumo privado	0,4	0,2	0,3	0,3	0,2	-0,2		
Consumo público	-0,4	0,2	0,0	0,0	0,4	-0,1		
Formación bruta de capital fijo	-0,7	2,2	0,0	-0,2	1,8	0,1		
Importaciones	3,8	3,9	1,5	1,1	1,6	0,2		
Exportaciones	3,0	4,2	1,8	1,2	1,4	0,7		
<b>Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)</b>								
Demanda interna, excluidas existencias	0,0	0,6	0,2	0,1	0,5	-0,1		
Variación de existencias	0,6	0,2	0,1	0,1	0,3	0,1		
Demanda exterior neta	-0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	0,3		
PIB (tasa de variación interanual)	0,9	2,1	2,1	1,9	2,4	1,6		
<b>INDICADORES DE ACTIVIDAD (datos medios del trimestre)</b>								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	2,7	2,7	0,8	1,7	1,1	0,6	1,5	
Sentimiento económico	96,4	99,2	102,3	105,7	107,4	105,7	98,8	
PMI compuesto	54,4	56,6	55,7	54,9	57,6	55,6	50,3	47,2
Empleo	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,3		
Tasa de paro	10,1	10,2	10,2	10,1	10,0	10,0	10,0	
<b>INDICADORES DE PRECIOS (variación interanual de datos de fin de período)</b>								
IAPC	1,6	1,5	1,9	2,2	2,7	2,7	3,0	
IPRI	0,9	3,1	4,3	5,4	6,8	5,9	5,8	
Precio del petróleo (valor en dólares)	78,8	75,0	78,4	92,3	115,4	114,9	114,8	110,8
<b>INDICADORES FINANCIEROS (datos de fin de período)</b>								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	4,0	3,7	3,5	4,1	4,6	4,4	4,0	4,3
Diferencial deuda pública a diez años EEUU-UEM	-0,08	-0,72	-1,01	-0,78	-1,14	-1,30	-2,06	-2,08
Tipo de cambio dólar/euro	1,348	1,227	1,365	1,336	1,421	1,445	1,350	1,393
Apreciación/depreciación del TCEN-20 (b)	-4,5	-10,3	-6,3	-8,2	3,5	3,9	0,7	1,9
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)	-1,2	-13,2	-7,4	-5,8	4,2	2,0	-22,0	-16,4

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

a Información disponible hasta el día 26 de octubre de 2011.

b Variación porcentual acumulada en el año.

importante para afrontar algunas de las debilidades detectadas en el entramado institucional de la UEM (véase recuadro 3). No obstante, su solución definitiva requiere avances más decididos hacia la integración económica que podrían requerir una reforma limitada del Tratado de la UE. Para ello, los jefes de Estado o de Gobierno han encargado al presidente del Consejo, en colaboración con los presidentes de la Comisión y del Eurogrupo, que estudie de cara a la reunión de diciembre nuevas iniciativas que profundicen en el camino emprendido y culminen con la elaboración de un informe a finales de marzo de 2012.

### 3.1 Evolución económica

Según la tercera estimación de la Contabilidad Nacional del segundo trimestre de 2011, el PIB del área del euro aumentó un 0,2 % intertrimestral, seis décimas por debajo del registrado en el período de enero-marzo (véase cuadro 1). La desaceleración del producto obedeció, en gran parte, al retroceso del consumo y de la inversión en construcción y en otros productos, mientras que la inversión en equipo y la demanda externa mostraron una evolución favorable (véase gráfico 8). Así, la aportación negativa de la demanda interna a la variación del PIB (-0,1 pp) se vio contrarrestada por la correspondiente de la demanda

El pasado 4 de octubre, el Consejo de la UE aprobó cinco reglamentos de aplicación inmediata y una directiva que deberá transponerse antes de finales de 2012, que recogen los avances consensuados hasta el momento por los Gobiernos y las autoridades europeas en lo que respecta a la reforma de la gobernanza. El proceso que culmina ahora se había iniciado en el año 2010, con el establecimiento del denominado «grupo de trabajo de Van Rompuy», que consensó una primera propuesta de reforma en octubre de 2010. A finales de marzo de 2011, el Consejo Europeo refrendó los principios generales de esa propuesta, iniciándose entonces un proceso de negociación a tres bandas entre el Consejo, el Parlamento Europeo y la Comisión Europea, que ha contado con la participación del BCE.

El conjunto de las reformas aprobadas suponen un fortalecimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, con el fin de incrementar el control sobre las políticas presupuestarias, poniendo más énfasis en los instrumentos de prevención y estableciendo instrumentos de sanción más gravosos en caso de que se produzca un incumplimiento de los compromisos. La supervisión se extiende también al resto de las políticas macroeconómicas y estructurales, al introducirse un nuevo procedimiento de carácter formal para la vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos internos y externos, que tratará de evitar la emergencia de desequilibrios que, como el crecimiento excesivo del endeudamiento privado o las divergencias en la competitividad, han resultado tan nocivos para el desarrollo de la UEM.

En el ámbito fiscal, la reforma refuerza en primer lugar el componente preventivo del Pacto, ya que, a la necesidad de avanzar hacia el cumplimiento del objetivo presupuestario a medio plazo (consistente, en general, en el logro de un saldo estructural próximo al equilibrio), se añade ahora un límite al gasto público, cuyo crecimiento no podrá superar el crecimiento del PIB a medio plazo.

En segundo lugar, se da mayor relevancia al criterio de la deuda a lo largo de todo el proceso de supervisión fiscal. Así, en la vertiente preventiva, el ajuste estructural exigido en el proceso de aproximación hacia los objetivos de medio plazo será superior para aquellos países con una ratio de deuda superior al 60 % del PIB. En el brazo correctivo se incrementa la posibilidad de abrir un procedimiento de déficit excesivo a los países con ratios de deuda superiores al 60 % del PIB, aun cuando el déficit sea inferior al 3 %, al concretar una referencia numérica sobre lo que se considera «un ajuste satisfactorio de la deuda». En cualquier caso, la implementación del criterio de la deuda mantiene un carácter menos automático que el de déficit, ya que se tendrá en cuenta un amplio conjunto de factores que inciden sobre la dinámica del endeudamiento público a la hora de abrir un PDE sobre la base del criterio de deuda. Por otra parte, la reforma introduce un período de transición de tres años hasta la plena operatividad de este criterio.

En tercer lugar, para fortalecer el cumplimiento de los compromisos, se introduce un conjunto de sanciones, que se aplicarán en una fase más temprana del proceso y, en general, mediante un

procedimiento de votación inversa en el que las propuestas de la Comisión Europea se consideran aceptadas, a no ser que el Consejo se pronuncie en contra de ellas por mayoría cualificada en un plazo de diez días. Los ingresos procedentes de estas multas reverterán en la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera.

Por último, la directiva sobre los marcos fiscales introduce la necesidad de establecer programas presupuestarios plurianuales, mejorar la calidad y la disponibilidad de las estadísticas fiscales y la obligatoriedad de que los países trasladen a sus respectivas legislaciones nacionales las reglas y compromisos fiscales adquiridos en el marco de la UEM. En el ámbito de las estadísticas, cabe mencionar que el nuevo reglamento del brazo preventivo también especifica algunos requisitos para dotar a los institutos nacionales de estadística de mayor independencia, que se añade a las medidas aprobadas con anterioridad para aumentar la capacidad de Eurostat para auditar las cifras facilitadas por las autoridades nacionales.

El marco para la vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos consta a su vez de un brazo preventivo, el mecanismo de alerta, y de otro correctivo, que se concreta en el procedimiento de desequilibrio excesivo. El mecanismo de alerta está formado por un conjunto de indicadores económicos, financieros y estructurales, que se revisará con cierta frecuencia, para tener en consideración la naturaleza cambiante de los desequilibrios. Aunque se establecen límites cuantitativos y simétricos para detectar qué desviaciones pueden resultar excesivas, la superación de esos límites no desembocará automáticamente en la apertura de un procedimiento, sino que se tendrán en consideración las circunstancias específicas de cada economía (como la posible existencia de procesos de convergencia real). Por su parte, la vertiente correctiva establece la obligación de remitir a la Comisión y al Consejo un plan de acción para corregir los desequilibrios. El Consejo deberá decidir si este plan es suficiente y establecer los plazos para la adopción de las medidas. En caso de incumplimiento reiterado de esos compromisos, el proceso puede culminar en la imposición de una multa.

En conjunto, el grado de ambición con que se ha planteado esta reforma puede no ser suficiente para eliminar las fisuras en el proyecto del euro que han emergido durante la crisis. Esta ha sido la opinión que ha mantenido el Eurosistema, que reclamaba mayor automatismo en la aplicación de todos estos procedimientos, para reducir el grado de injerencia política. También reclamaba una menor simetría en la aplicación del procedimiento de desequilibrios excesivos, al considerar que un superávit por cuenta corriente no tiene las mismas implicaciones que los déficits. Las negociaciones en el Parlamento Europeo han concluido con una solución de compromiso que incrementa algo el automatismo respecto a la propuesta inicial del grupo de trabajo de Van Rompuy y que mantiene la simetría en la aplicación del reglamento de desequilibrio excesivo.

Sin duda alguna, las reformas adoptadas suponen un avance hacia una mayor corresponsabilidad y coordinación en el diseño y,

vigilancia de las políticas fiscales y estructurales que puede contribuir a evitar la emergencia de desequilibrios. No obstante, la cumbre de jefes de Estado y de Gobierno de finales de octubre enfatizó la necesidad de realizar avances adicionales en la integración económica del área del euro para potenciar la convergencia necesaria dentro de una unión monetaria. Para ello encar-

gó al presidente del Consejo, en colaboración con los presidentes de la Comisión y del Eurogrupo, que estudie de cara a la reunión de diciembre nuevas iniciativas que profundicen en el camino emprendido, sin excluir la posibilidad de introducir reformas limitadas en el Tratado. A finales de marzo de 2012 deberán presentar un informe.

externa, que alcanzó los 0,3 pp, como consecuencia de una desaceleración de las importaciones más intensa que la de las exportaciones. Por su parte, la variación de existencias añadió una décima a la expansión del PIB. El desglose por ramas de actividad muestra una ralentización significativa del valor añadido de la industria y de la construcción, mientras que el de la de servicios de no mercado mantuvo su ritmo de expansión. En términos interanuales, la tasa de variación del PIB, ajustado de estacionalidad, se situó en el 1,6 %, frente al 2,4 % del trimestre precedente.

Por países, cabe destacar la fuerte desaceleración del PIB en el segundo trimestre en Alemania y en Francia, de 1,2 pp y 0,9 pp, respectivamente, hasta registrar tasas prácticamente nulas en ambos casos. Este comportamiento estuvo motivado por los mismos factores antes mencionados para la UEM, si bien Alemania registró una aportación negativa de la demanda externa y una mayor contribución positiva de la variación de existencias. En Italia el producto avanzó un 0,3 %, dos décimas más que en los dos trimestres anteriores, gracias a la expansión de la formación bruta de capital fijo y a la elevada contribución positiva del saldo exterior neto, como consecuencia de la marcada contracción de las importaciones.

Según los datos de la Contabilidad Nacional, el número de empleados en la UEM creció un 0,3 % en el período de abril-junio, por lo que la tasa interanual aumentó hasta el 0,5 %. Este comportamiento tuvo su origen en el mayor dinamismo de la actividad en el primer trimestre, que se suele trasladar al empleo con un cierto retraso. Por otro lado, la desaceleración de la productividad aparente del trabajo en el segundo trimestre, hasta el 1,1 %, y el nuevo avance de la remuneración por asalariado derivaron en un mayor crecimiento de los costes laborales unitarios, que coincidió con la tasa de avance del deflactor del PIB, lo que mantuvo relativamente estables los márgenes empresariales (véase gráfico 8).

La información coyuntural más reciente refleja, en general, un crecimiento muy modesto en el tercer trimestre del año (véase gráfico 9). Desde la vertiente de la oferta, la producción industrial y la cartera de pedidos se aceleraron entre junio y agosto, si bien esta evolución habría que valorarla con cautela, ya que estos meses se caracterizan por una elevada volatilidad. Por su parte, la producción del sector de la construcción se contrajo. Los indicadores de confianza del sector de la industria y de los servicios elaborados por la Comisión Europea y los basados en las encuestas realizadas a los directores de compras se situaron en septiembre muy por debajo de los niveles de junio, y, en prácticamente todos los casos, en niveles inferiores a su media histórica. En el ámbito laboral, la tasa de paro permaneció inalterada en el 10 % en el tercer trimestre, mientras que los indicadores cualitativos referidos a las expectativas de empleo cayeron entre junio y septiembre en todos los sectores.

Los indicadores relacionados con la demanda también dan señales de debilidad en la segunda parte del año. Así, en el tercer trimestre, las ventas minoristas permanecieron estancadas

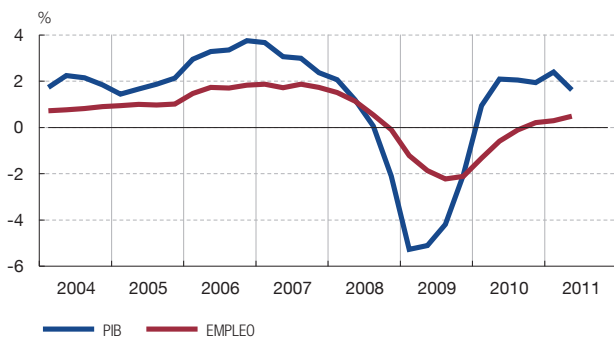
—con datos hasta agosto— y las matriculaciones de automóviles se redujeron, mientras que la confianza de los consumidores retrocedió sustancialmente entre julio y octubre, situándose en niveles muy inferiores a su media de largo plazo. En relación con los indicadores sobre la inversión en bienes de equipo de la Comisión Europea, el grado de utilización de la capacidad productiva empeoró en el tercer trimestre, tras dos años de mejora, y la valoración de la cartera de pedidos de la industria cayó. Según datos de balanza de pagos, las exportaciones aumentaron en julio y en agosto frente al trimestre anterior, si bien las expectativas de exportación y la valoración de la cartera de pedidos exteriores empeoraron en el tercer trimestre. Por último, la evolución del indicador de la valoración del nivel de existencias en la industria de la Comisión Europea indica que la contribución de este componente al crecimiento del PIB podría haberse reducido en el tercer trimestre.

En definitiva, la información coyuntural más reciente confirma un deterioro de la situación económica en los meses de verano, tras el dinamismo registrado en el primer semestre (véase cuadro 1). Entre los factores que, potencialmente al menos, subyacen a esta moderación del crecimiento hay que recordar que este trimestre ha estado caracterizado por una agudización de las tensiones en los mercados de deuda soberana que se ha trasladado a otros mercados financieros, y en particular al sector bancario, y ha venido acompañado por un fuerte aumento de la volatilidad y de la incertidumbre, así como por un endurecimiento de las condiciones de financiación. También hay que señalar la ralentización de la demanda procedente del sector exterior, el aumento de los precios de las materias primas y el impacto de las medidas de consolidación fiscal. Por todo ello, los organismos internacionales y los analistas privados han revisado a la baja sus perspectivas de crecimiento para la segunda parte de 2011 y 2012, sugiriendo ahora un período prolongado de atonía. Este escenario, además, aparece rodeado de una elevada incertidumbre, con un predominio de los riesgos a la baja. Entre estos cabe señalar: una mayor intensificación de las tensiones en algunos segmentos de los mercados financieros del área del euro y a escala global, así como un impacto más pronunciado de estas sobre las decisiones de gasto de los agentes (véase recuadro 2).

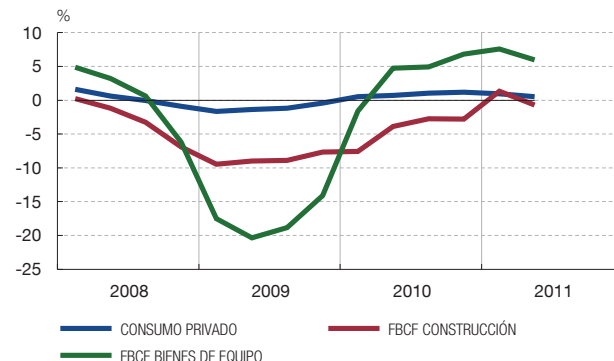
La tasa interanual de inflación se situó en el 3% en septiembre, tres décimas por encima del registro de junio, impulsada en buena medida por factores de naturaleza transitoria, como la finalización del período de rebajas, que ha tenido un mayor impacto por el cambio metodológico en el tratamiento de los productos estacionales introducido a comienzos del año, subidas de impuestos indirectos en Italia, Grecia y Portugal, y la depreciación del euro. Así, el componente energético contribuyó al auge de la inflación, a pesar de que el precio de las materias primas en dólares no registró importantes cambios. La inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, aumentó dos décimas, hasta el 2%, principalmente por el repunte en los bienes industriales no energéticos, y en particular por las partidas vinculadas al vestido y al calzado, sobre las que más incide el cambio en el tratamiento de los productos de temporada (véase gráfico 10). Por su parte, los precios industriales moderaron su crecimiento en los meses de verano, hasta situarse en el 5,9% en agosto, con un pequeño repunte de los precios de la energía. En el medio plazo, los riesgos sobre la inflación se consideran, en general, equilibrados, puesto que, aunque no son descartables encarecimientos adicionales de las materias primas o aumentos en los impuestos indirectos y los precios administrados, estos se trasladarían solo parcialmente a la inflación, debido a las malas perspectivas sobre la actividad (véase cuadro 2). En este contexto, las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen ancladas.

De acuerdo con la información publicada por el BCE, la balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló un déficit de 59,4 mm de euros (un 0,9% del PIB) entre enero y agosto de 2011, algo por encima de los 38 mm registrados en el mismo período del año anterior

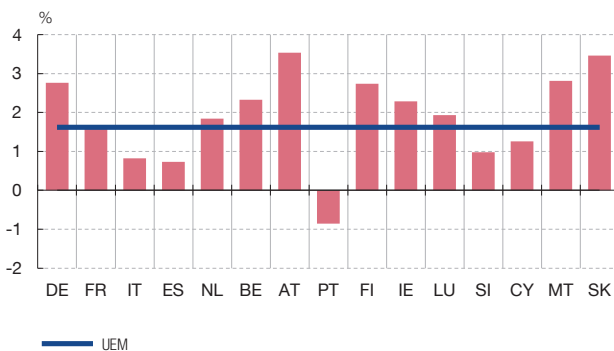
PRODUCCIÓN Y EMPLEO  
Tasas de variación interanual



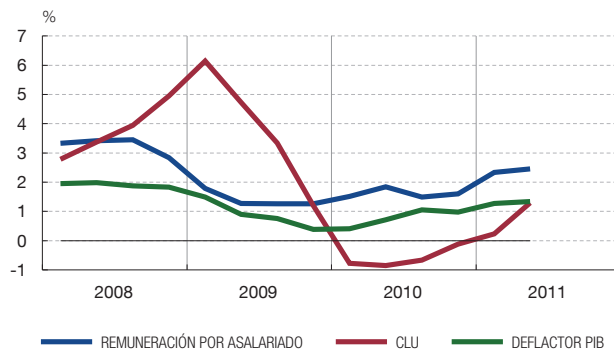
CONSUMO PRIVADO E INVERSIÓN  
Tasas de variación interanual



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB  
Segundo trimestre de 2011



SALARIOS Y COSTES  
Tasas de variación interanual



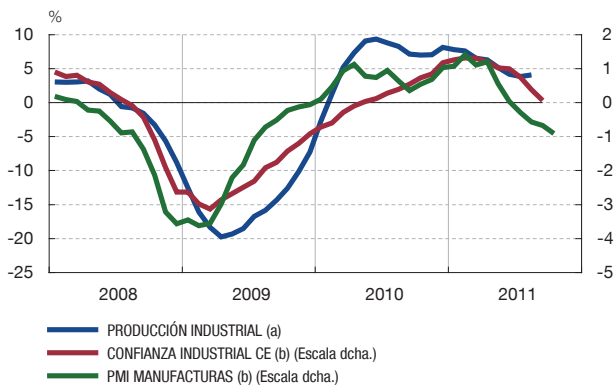
FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

(un 0,6 % del PIB). Este retroceso se debió en su mayor parte al cambio de signo del saldo de la balanza de bienes, que pasó a ser deficitario, mientras que la balanza de servicios mejoró. Dentro de la cuenta financiera y en el mismo período, se produjo un menor número de salidas netas de capitales en forma de inversión directa, de 38 mm, frente a los 103 mm de 2010, mientras que los flujos de inversión de cartera netos recibidos aumentaron en 105 mm, hasta los 299 mm. De esta forma, la balanza básica, que aún estos dos tipos de inversiones y la balanza por cuenta corriente, pasó de deficitaria en el período de enero-agosto de 2010 a obtener superávit en el mismo período de 2011, desde los -47 mm a los 202 mm de euros (véase gráfico 11).

En el ámbito de la política fiscal, la información disponible sobre la ejecución presupuestaria y las estimaciones de los Gobiernos apuntan a que, en el conjunto de la zona del euro, se mantiene el tono claramente contractivo para el año 2011, en línea con lo previsto por la Comisión Europea la pasada primavera (véase cuadro 3). El impacto sobre el déficit de las medidas de consolidación fiscal que han introducido algunos países en los meses recientes se ha visto compensado por el efecto de los estabilizadores automáticos y por el repunte del pago de intereses, especialmente notable en aquellas economías más sometidas a presiones en los mercados de deuda soberana.

A nivel desagregado, la ejecución de las finanzas públicas en Alemania avanza mejor de lo esperado y en la actualidad el Gobierno prevé un déficit próximo al 1,5 % del PIB, de modo

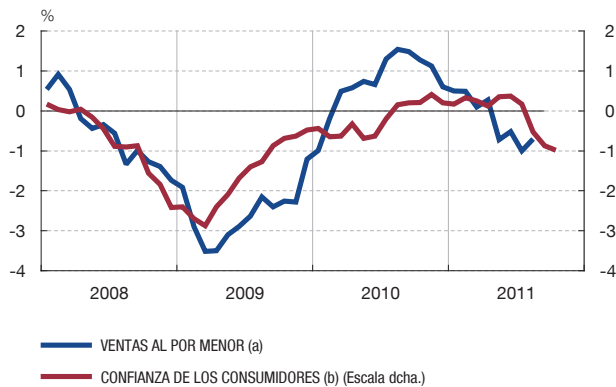
INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL



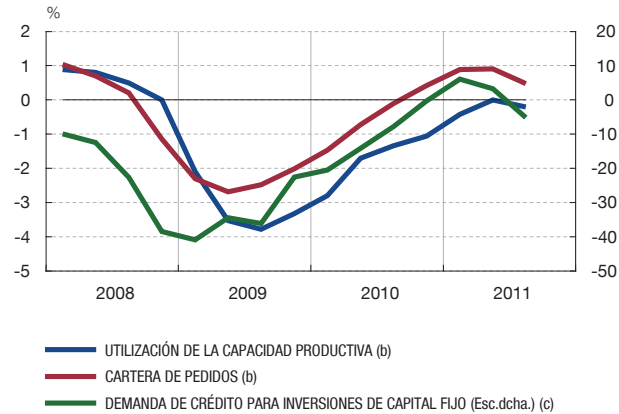
INDICADORES DEL SECTOR SERVICIOS



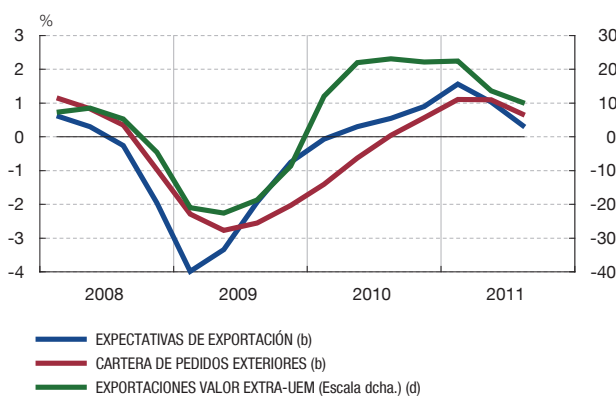
INDICADORES DE CONSUMO



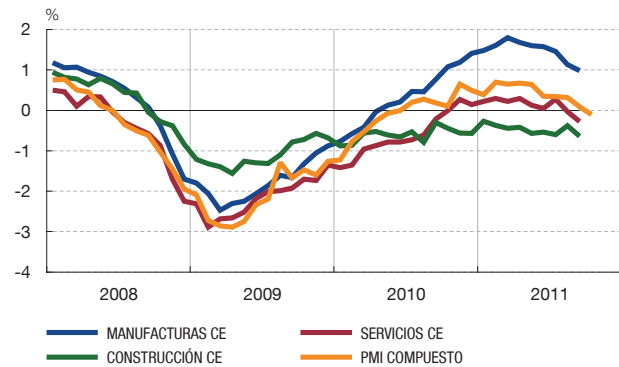
INDICADORES DE INVERSIÓN



INDICADORES DE EXPORTACIONES



INDICADORES DE EXPECTATIVAS DE EMPLEO



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Markit Economics.

a Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.

b Series normalizadas.

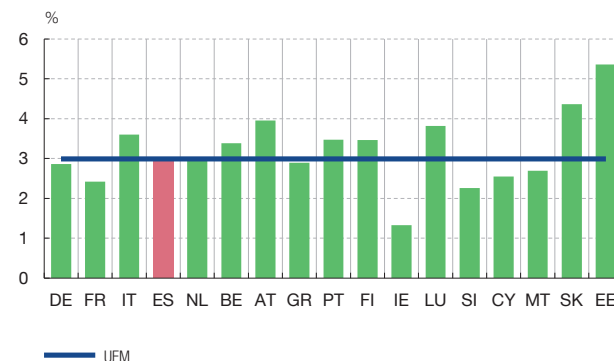
c Encuesta de préstamos bancarios. Indicador = porcentaje de entidades que señalan aumento considerable + porcentaje de entidades que señalan cierto aumento x 0,5 - porcentaje de entidades que señalan un cierto descenso x 0,5 - porcentaje de entidades que señalan un descenso considerable. Un valor positivo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

d Tasas interanuales de la serie original. Media trimestral.

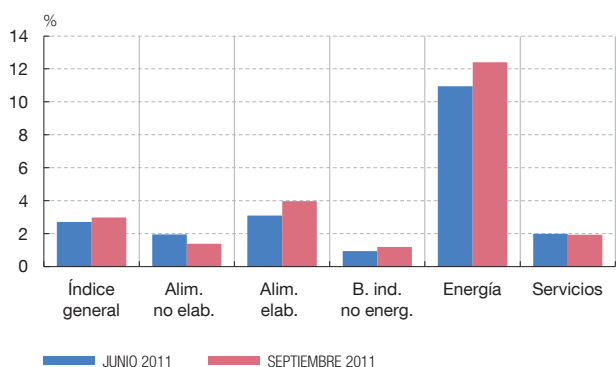
ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



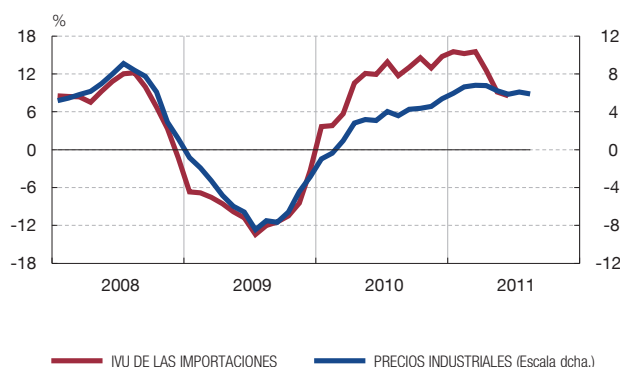
IAPC GENERAL  
Septiembre 2011



IAPC Y SUS COMPONENTES



OTROS INDICADORES DE PRECIOS



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

que se situaría por debajo del valor de referencia del 3 % dos años antes del plazo establecido por el Consejo en el marco del Procedimiento de Déficit Excesivo. Por el contrario, Francia, a la vista de unas perspectivas de crecimiento menos favorables, decidió adoptar medidas adicionales de ajuste fiscal para 2011 y 2012 —por un importe del 0,5 % del PIB, aproximadamente—, mediante el aumento de impuestos especiales y de los que recaen sobre las empresas, la propiedad inmobiliaria y las rentas más altas. También Italia introdujo a mediados de septiembre un conjunto de medidas con el objetivo de conseguir un presupuesto equilibrado a finales de 2013, adelantando así un año el objetivo inicial de 2014. La mayor parte del ajuste proviene de mayores ingresos fiscales y solo alrededor de un tercio recae sobre el gasto primario. Entre las medidas de aplicación inmediata para 2011 destacan el incremento del IVA y de otros impuestos especiales, mientras que en 2012 se aplicará una reforma del sistema impositivo y sanitario, cuyos efectos sobre las cuentas están sujetos a una elevada incertidumbre. En la cumbre de finales de octubre reforzó su compromiso presentando medidas adicionales para mejorar la competitividad y liberalizar la economía que están pendientes de implementación

En cuanto a los tres países de la zona euro sujetos a programa de asistencia financiera, el nuevo Gobierno portugués actuó con rapidez a la hora de introducir diversas medidas de ajuste destinadas a cubrir las desviaciones presupuestarias que han surgido en algunas



regiones y los riesgos que el empeoramiento de la situación económica hubiera podido generar. En concreto, para 2011 se aprobó un aumento transitorio de los impuestos sobre la renta y de sociedades, un incremento del IVA sobre el consumo de gas y electricidad, y una transferencia de los fondos de pensiones de los bancos privados a la Seguridad Social. Para los años siguientes (2012-2015) se contemplan una moderación salarial, reducciones del empleo en el sector público y un plan de privatizaciones. En Irlanda no se aprobaron medidas fiscales adicionales, pero, al igual que en el caso de Portugal, recibieron una valoración positiva por parte de la Troika (FMI, CE y BCE) en las respectivas revisiones trimestrales de la condicionalidad inherente a los programas de asistencia financiera.

En cambio, en el caso de Grecia la intensidad de la recesión económica (que ha provocado que los ingresos públicos disminuyan un 3,4 % en términos de caja hasta agosto, en contraste con el objetivo establecido de incremento anual del 5,6 %) y el retraso en la implementación efectiva de algunas de las medidas aprobadas de carácter más estructural, como las privatizaciones o la reducción del empleo público, llevaron a su Gobierno a reconocer la imposibilidad de cumplir con los compromisos adquiridos en materia presupuestaria para el año 2011. Además de las medidas de consolidación contenidas en la denominada «estrategia fiscal a medio plazo», con el objetivo de compensar estas desviaciones, el Gobierno heleno presentó a finales de septiembre otro conjunto de propuestas de ajuste fiscal, que posteriormente se vieron ampliadas. Estas medidas comprenden el aumento del IVA en algunas partidas, como los restaurantes (desde el 13 % al 23 %), la introducción de un impuesto de solidaridad a todos los ciudadanos y de un impuesto extraordinario sobre los propietarios de viviendas de gran valor, además de una reducción adicional de los salarios del sector público, recortes de las pensiones en determinados tramos y un nuevo plan de reformas estructurales y privatizaciones. A mediados de octubre, la Troika informó favorablemente sobre la concesión del sexto tramo de ayuda correspondiente al plan de asistencia acordado en mayo de 2010. Asimismo, la cumbre de jefes de Estado y de Gobierno avanzó en los detalles del segundo programa de asistencia financiera que consiste en la aportación de 100 mm de euros adicionales de financiación oficial y en una ampliación de la participación del sector privado acordada el 21 de julio, que trata de reconducir la senda de deuda pública de esta economía hasta alcanzar un 120 % del PIB en 2012.

En conjunto, la implementación de medidas adicionales de consolidación fiscal en algunos países ha frenado el deterioro que venían registrando las finanzas públicas de la zona del euro, aunque todavía existe mucha incertidumbre en torno al impacto sobre las cuentas públicas del empeoramiento del escenario macroeconómico y sobre los efectos finales de estas medidas. En este sentido, los países que en el pasado registraron un mayor deterioro de sus cuentas públicas o que presentan niveles de endeudamiento elevados deben seguir avanzando en su proceso de consolidación en los presupuestos para el 2012, todavía en fase de elaboración, introduciendo una estrategia bien especificada y creíble, que ponga un mayor énfasis en el recorte del gasto. Los países que han registrado una evolución económica menos adversa y que presentan unas cuentas públicas más saneadas disponen de un margen mayor para establecer políticas fiscales anticíclicas en un entorno de deterioro económico global.

### 3.2 Evolución monetaria y financiera

Las turbulencias financieras se relajaron ligeramente tras el acuerdo alcanzado el 21 de julio en la reunión de los jefes de Estado y de Gobierno de la zona del euro, en la que se aprobaron el segundo programa de rescate a Grecia y la flexibilización de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera, pero volvieron a resurgir con virulencia desde comienzos de agosto. El recrudecimiento respondió, entre otros factores, al deterioro de la situación en Grecia, la lentitud en la implementación de los acuerdos del 21 de julio y las dudas

	2011		2012	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
BCE (septiembre de 2011)	1,4-1,8	2,5-2,7	0,4-2,2	1,2-2,2
Comisión Europea (mayo de 2011)	1,6	2,6	1,8	1,8
Actualización ínterin (septiembre de 2011)	1,6	2,5		
FMI (septiembre de 2011)	1,6	2,5	1,1	1,5
OCDE (mayo de 2011)	2,0	2,6	2,0	1,6
<i>Consensus Forecast</i> (octubre de 2011)	1,6	2,6	0,6	1,8
Eurobarómetro (octubre de 2011)	1,6	2,6	0,6	1,7

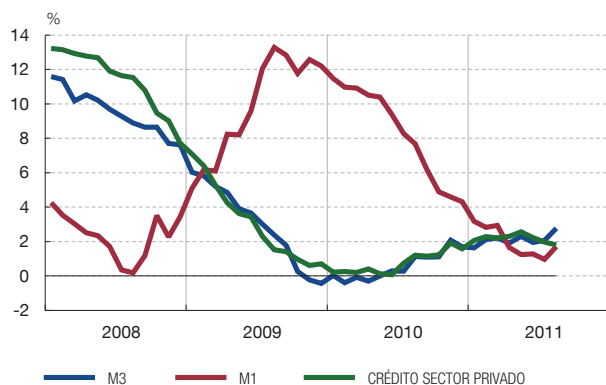
FUENTES: Comisión Europea, *Consensus Forecast*, Eurosistema, Fondo Monetario Internacional, MJ Economics y OCDE.

a Tasas de variación anual.

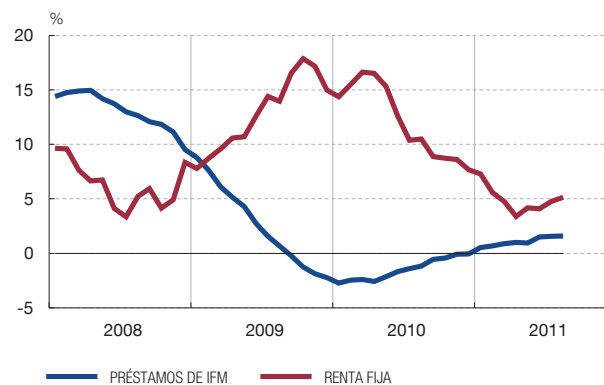
## AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS Y BALANZA DE PAGOS

## GRÁFICO 11

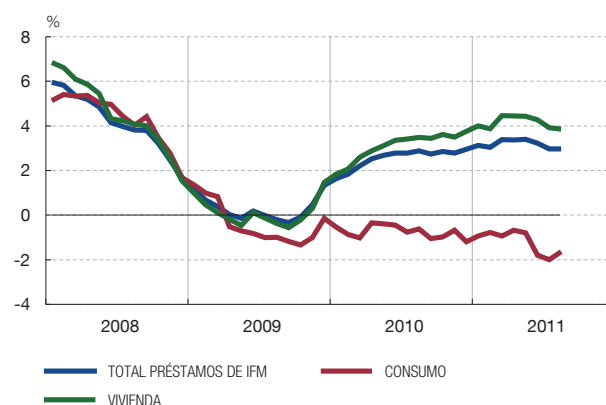
AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS  
Tasas de variación interanual



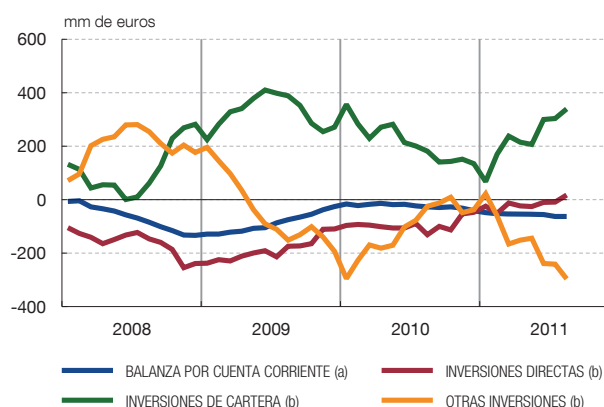
FINANCIACIÓN DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Tasas de variación interanual



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

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

FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

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

sobre la suficiencia de los compromisos financieros asumidos por los Gobiernos. Todo ello afectó a la confianza de los agentes en un momento especialmente complicado, en el que la recuperación económica perdía intensidad y el margen de maniobra para adoptar políticas de expansión de la demanda por parte de la mayoría de los Gobiernos era, y es, muy reducido. De este modo, la crisis de deuda soberana en el área del euro se extendió más allá de los países bajo programa, hasta afectar a economías de un mayor tamaño, como Italia y España (e, incluso, Francia), y generó un deterioro de las condiciones de financiación del sistema bancario (véase recuadro 2).

La ausencia de tensiones inflacionistas significativas y el mantenimiento de las expectativas de inflación a medio plazo en niveles compatibles con el objetivo de estabilidad de precios propiciaron que el Consejo de Gobierno del BCE decidiera dejar inalterados los tipos de interés oficiales, en sus reuniones de agosto, septiembre y octubre, en el 1,5 % para las operaciones principales de financiación y en el 2,25 % y el 0,75 %, respectivamente, para las facilidades de crédito y de depósito (véase gráfico 12). No obstante, el impacto de las turbulencias financieras sobre el funcionamiento de algunos mercados llevó al Consejo del BCE a recuperar diversas medidas no convencionales para garantizar un nivel adecuado de liquidez. Así, en agosto, el Consejo reactivó el Programa del mercado de valores, reforzó la provisión de liquidez en dólares —en coordinación con otros bancos

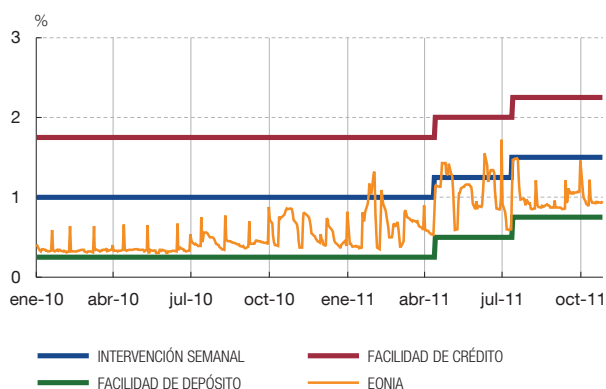
centrales— y llevó a cabo una operación de financiación complementaria a seis meses en euros. Asimismo, se prorrogó, en agosto y de nuevo en octubre, la vigencia del procedimiento de subasta a tipo fijo y adjudicación plena en todas sus operaciones, quedando establecido hasta mediados de 2012. También en octubre, se anunciaron dos operaciones complementarias más a doce y a trece meses, que se habrán de realizar en ese mes y en diciembre, respectivamente, y se creó un nuevo programa de adquisición de bonos bancarios garantizados (*covered bonds*), entre los que se incluyen las cédulas españolas, dotado con 40 mm de euros, que se ejecutará entre noviembre de 2011 y octubre de 2012. Finalmente, el Consejo destacó la interrelación entre los problemas derivados del deterioro del riesgo soberano y la situación del sector bancario, enfatizando la necesidad de que los bancos refuerzen sus balances y se recapitalicen. Para ello, cuando sea necesario, podrán obtener financiación de los Gobiernos, que, a su vez, tras la reforma operativa aprobada en julio, tendrán la posibilidad de acudir a la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera para obtener préstamos con esa finalidad.

Los tipos de interés del mercado interbancario se mantuvieron en general relativamente estables entre julio y septiembre (véase gráfico 13). El EONIA y los euríbor a tres meses y a un año se situaron, respectivamente, en el entorno del 0,9 %, el 1,6 % y el 2,1 % en octubre. Por el contrario, la rentabilidad de las operaciones con garantía —*repo*— registró un descenso, que reflejaría las expectativas de bajadas futuras de los tipos de interés oficiales, que no se trasladó al euríbor por el recrudescimiento de las tensiones financieras. De este modo, el diferencial entre ambos aumentó intensamente hasta alcanzar los 158 pb a finales de septiembre, si bien se ha moderado ligeramente en octubre. En los mercados de deuda pública, el tipo de interés del bono alemán siguió reduciéndose hasta situarse por debajo del 1,7 % en septiembre, por su percepción como activo refugio —si bien se incrementó posteriormente—, mientras que los restantes países se vieron afectados en mayor o menor medida por las turbulencias. Entre los países sujetos a programa de asistencia, Grecia fue el que experimentó un mayor aumento desde julio en el diferencial de rentabilidad de sus bonos soberanos frente al *Bund* alemán a diez años —de más de 900 pb—, hasta sobrepasar los 2.200 pb en octubre, mientras que el de Portugal subió 197 pb y el de Irlanda se redujo significativamente —en 257 pb—. En España y en Italia el diferencial volvió a elevarse, aunque con mayor intensidad en el segundo caso, de modo que el italiano se situó por encima del español por primera vez desde el inicio de las tensiones (véase gráfico 12). Asimismo, Bélgica y Francia registraron un incremento de su diferencial de 110 pb y 54 pb, respectivamente, a lo largo de este período. Por último, desde principios de agosto el tipo de la deuda en Estados Unidos se contrajo en mayor medida que el tipo equivalente en Alemania, lo que hizo que prácticamente se haya cerrado el diferencial positivo entre ambos.

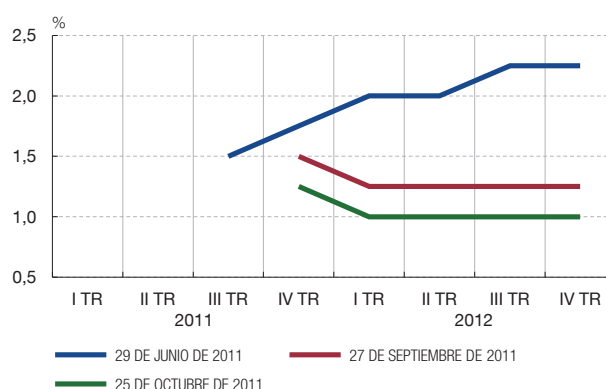
En relación con la financiación del sector privado, el saldo de las emisiones de deuda de las empresas no financieras volvió a aumentar en julio, aunque todavía a una tasa moderada, del 4,8 % interanual. Los préstamos bancarios a sociedades y a hogares no registraron cambios significativos en su ritmo de crecimiento durante el trimestre, situándose la tasa interanual en junio en el 1,6 % y el 3 %, respectivamente. En cambio, la financiación destinada al consumo moderó su retroceso en agosto, hasta alcanzar el -1,6 % interanual. En este contexto, de acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, los criterios de aprobación de nuevos préstamos a hogares y sociedades se endurecieron en el tercer trimestre. Por su parte, las entidades percibieron un nuevo retroceso de la demanda de préstamos de sociedades no financieras, mientras que la de hogares experimentó una ligera mejoría.

En lo que respecta al coste de la financiación, las primas de riesgo experimentaron un fuerte ascenso, de manera particular en los títulos del sector financiero y en los países

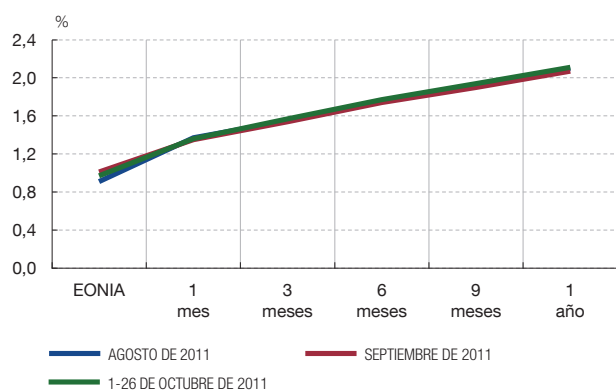
EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



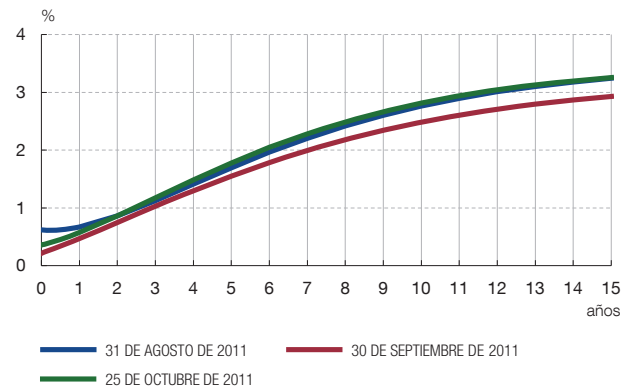
TIPO DEL BCE ESPERADO A FIN DE TRIMESTRE. ENCUESTAS REUTERS



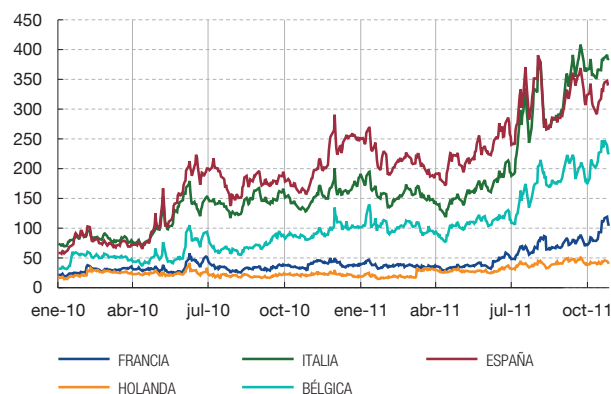
MERCADO INTERBANCARIO



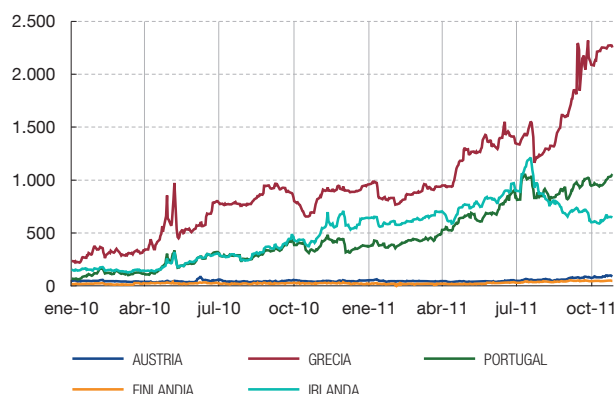
CURVA CUPÓN CERO (a)



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA

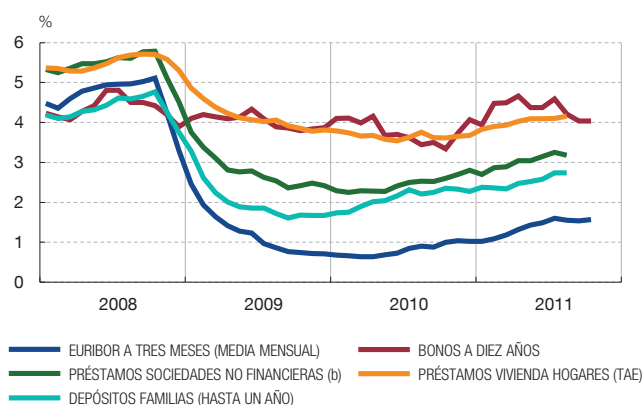


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

más afectados por la crisis de la deuda soberana. En relación con el crédito, el coste de los préstamos bancarios concedidos al sector privado continuó su tendencia alcista, situándose el tipo de nuevas operaciones de préstamo a sociedades no financieras en el 3,2 % en julio.

EURIBOR 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.

Las tensiones financieras también se trasladaron a los mercados bursátiles, que experimentaron un claro empeoramiento hasta finales de septiembre, si bien recuperaron parte de las pérdidas en octubre. Así, el índice EUROSTOXX 50 acumula un retroceso desde finales de julio de alrededor del 13 %, y el sector bancario, superior al 27 %.

El tipo de cambio del euro tampoco fue ajeno a las turbulencias de los mercados financieros en el área y la pérdida de confianza de los inversores se tradujo en una depreciación en el tercer trimestre del 3 % en términos efectivos nominales y del 6,6 % frente al dólar (véase gráfico 13), en un contexto de elevada volatilidad, tendencia que fue parcialmente corregida en octubre. Por último, el agregado monetario M3 incrementó su crecimiento, hasta alcanzar una tasa del 2,8 % interanual en agosto, debido a la aceleración de los instrumentos negociables.

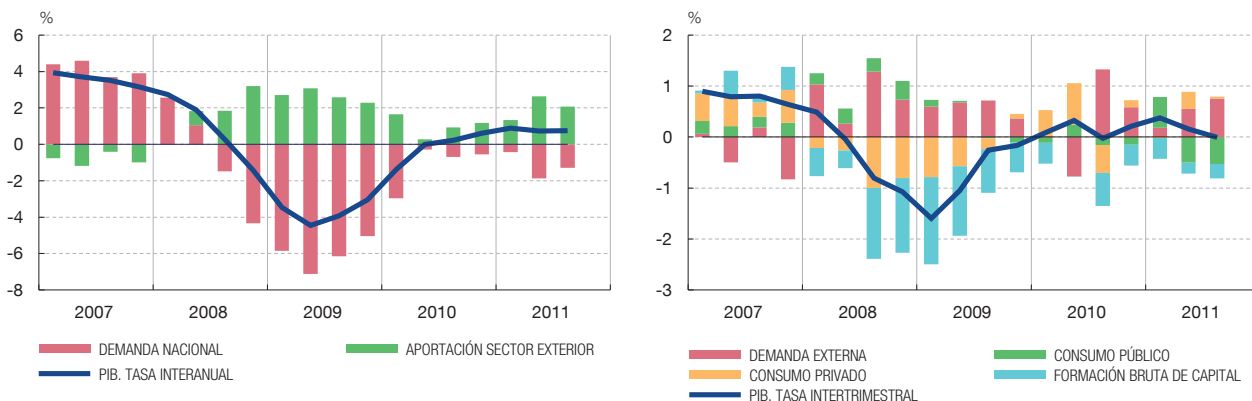
## 4 LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

De acuerdo con la información disponible, se estima que la actividad económica se estancó en el tercer trimestre, con un crecimiento intertrimestral nulo del PIB (véase gráfico 14). La demanda nacional disminuyó con más intensidad que en el período abril-junio, con una caída del 0,7 % en términos intertrimestrales, lastrada por la contracción de la inversión en construcción y por el intenso descenso del consumo público. En cambio, la demanda exterior neta amplió su contribución positiva al crecimiento del PIB, con una aportación de 0,8 pp, dos décimas más que en el trimestre anterior, gracias al empuje de las exportaciones de bienes y de turismo. En términos interanuales, el producto creció un 0,7 % en el tercer trimestre de 2011, igual que en el segundo. Estas estimaciones deben considerarse con mayor cautela de lo habitual por las diferencias estadísticas que puedan surgir debido al cambio de la Contabilidad Nacional a la base 2008, en la que el INE elaborará sus estimaciones del PIB del tercer trimestre.

El empleo disminuyó en el tercer trimestre más que en el período anterior, un 1,8 % interanual. Dada la evolución estimada del producto y del empleo, el crecimiento de la productividad aparente del trabajo continuó siendo alto, en torno al 2,5 %. Por el lado de los costes, se estima que la remuneración por asalariado del conjunto de la economía mantuvo un incremento modesto, de modo que los costes laborales unitarios siguieron cayendo en términos de su tasa interanual. Finalmente, en el tercer trimestre se moderó la tendencia descendente que venían registrando los precios de consumo en los meses anteriores. La tasa de variación interanual del IPC en septiembre se situó en el 3,1 %, apenas una décima por debajo del nivel de junio, y el IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— se mantuvo en el 1,7 % al final del trimestre. En los próximos meses se espera que continúe la trayectoria de desaceleración de los precios, a medida que desaparezcan los efectos de comparación provocados por el alza de precios del petróleo del pasado otoño y por la subida de la imposición sobre el tabaco de diciembre de 2010.

### 4.1 Demanda

En el tercer trimestre de 2011, el consumo privado mostró cierta atonía, con un crecimiento intertrimestral modesto, del 0,1 % (véase gráfico 15). Esta debilidad se explica por la existencia de un contexto poco propicio para el gasto de los hogares, dada la desfavorable evolución del mercado laboral, unas condiciones crediticias relativamente restrictivas, la disminución del valor de la riqueza y la pérdida de poder adquisitivo por el mantenimiento de unas tasas de inflación todavía elevadas. Por componentes, en el tercer trimestre se observó una cierta recuperación de las adquisiciones de automóviles por parte de particulares, en términos de su tasa intertrimestral, mientras que las compras de otros bienes de consumo duradero retrocedieron. Los indicadores sobre el consumo de servicios fueron positivos, si bien muy probablemente reflejan más el dinamismo del turismo extranjero que decisiones de gasto de los residentes. Por su parte, los indicadores cualitativos, como los índices de confianza de los consumidores y de los comerciantes minoristas de la Comisión Europea, se mantuvieron estables en el promedio trimestral, aunque con un deterioro significativo a lo largo del trimestre, posiblemente relacionado con la agudización de la crisis de la deuda soberana en los meses de verano. El consumo experimentó una recuperación significativa en términos interanuales, al utilizarse como término de comparación el tercer trimestre de 2010, cuando se registró una notable debilidad del consumo como consecuencia de la subida de los tipos del IVA en julio de ese año.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

La renta de las familias atenuó su ritmo de caída hasta el  $-0,1\%$  interanual en el segundo trimestre, de acuerdo con los datos acumulados de cuatro trimestres de las cuentas no financieras de los sectores institucionales. Esta estabilización de los ingresos de las familias fue el resultado de un menor descenso de la remuneración de los asalariados y de un mayor incremento del excedente bruto de los trabajadores autoempleados. Por el contrario, la aportación positiva de las AAPP al sostenimiento de la renta de los hogares siguió disminuyendo y se mantuvo la contribución neta negativa de las rentas de la propiedad. Las familias volvieron a mantener un ritmo de crecimiento del consumo superior al de la renta, de modo que la tasa de ahorro continuó descendiendo, situándose en el  $12,8\%$  de la renta disponible con datos acumulados de cuatro trimestres,  $1,1$  pp por debajo de la ratio observada en 2010. Debe destacarse que los datos de las cuentas no financieras de los sectores correspondientes al segundo trimestre de 2011 se han publicado ya en consonancia con la Contabilidad Nacional referida a la nueva base 2008, lo que ha supuesto algunas revisiones de las series históricas (véase recuadro 4). En el caso de la tasa de ahorro de las familias, la ratio se ha revisado al alza en torno a  $1$  pp en los últimos trimestres.

Por su parte, la inversión de bienes de equipo mantuvo en el tercer trimestre un ligero crecimiento, del  $0,6\%$  en términos intertrimestrales, al tiempo que la tasa interanual se incrementó hasta el  $2,1\%$ , frente a la caída del  $3,7\%$  del segundo trimestre (véase gráfico 16). La producción industrial de este tipo de bienes aumentó en julio y agosto, si bien se estima que una parte se destinó a exportaciones. Las matriculaciones de vehículos de carga también mostraron un buen comportamiento en el conjunto del trimestre. Hacia el futuro, es importante resaltar el deterioro de la confianza de los empresarios —tanto en el conjunto de la industria como en el segmento de bienes de equipo—, que podría reflejarse en un empeoramiento de la inversión empresarial en los próximos trimestres. En este mismo sentido, la utilización de la capacidad productiva en la industria manufacturera disminuyó, tras varios trimestres de suaves aumentos, lo que augura una cierta ralentización en el ritmo de recuperación de la inversión.

De acuerdo con la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, la capacidad de financiación de las empresas no financieras volvió a aumentar en el segundo trimestre de 2011, hasta alcanzar un  $1,5\%$  del PIB en datos acumulados de cuatro trimestres (casi  $1$  pp más que en 2010). Esta mejora se apoyó en una expansión del excedente empresarial que se habría destinado preferentemente a sanear los balances de las empresas y a fortalecer la capacidad de autofinanciación ante el endurecimiento de las condiciones de financiación.



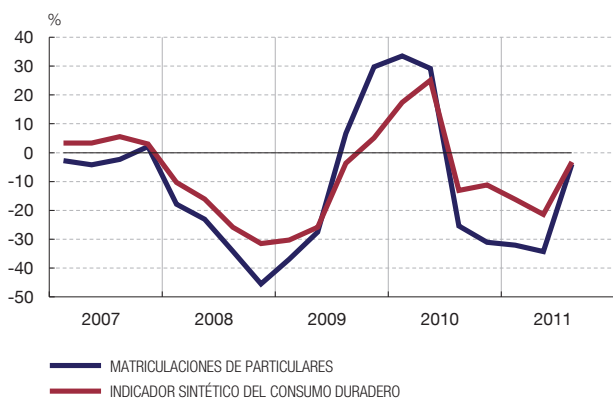
CONSUMO PRIVADO (CNTR)



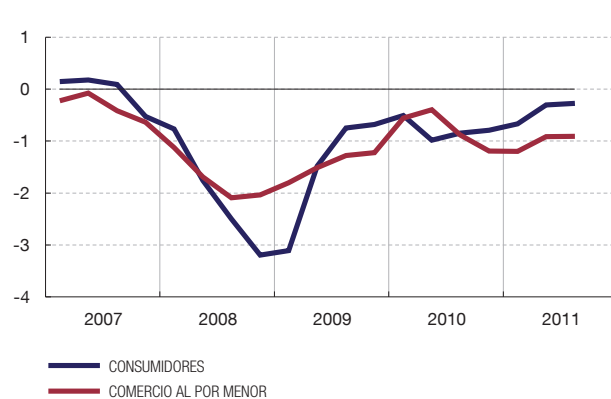
INDICADORES DE CONSUMO (a)



INDICADORES DE CONSUMO DURADERO (a)



INDICADORES DE CONFIANZA (b)



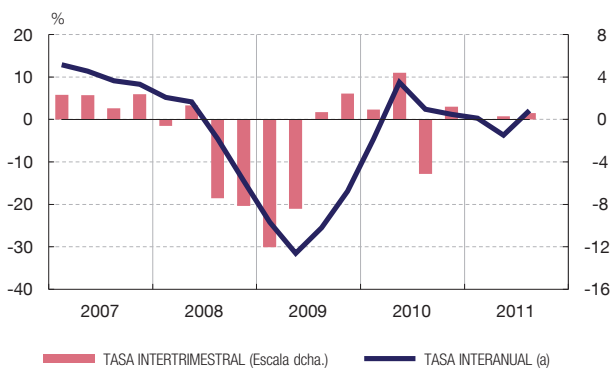
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC y Banco de España.

- 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).

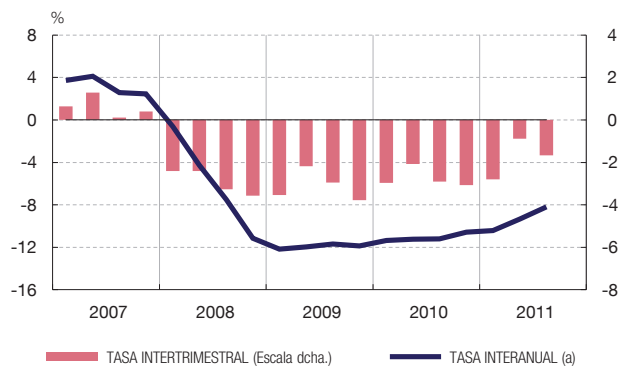
La inversión en construcción mantuvo la tónica contractiva que ha venido presentando en los últimos trimestres, que incluso pudo intensificarse en alguna medida en el tercero, dada la combinación de los procesos de ajuste en el segmento residencial y de consolidación fiscal en el ámbito de la obra civil (véase gráfico 16). En los meses más recientes, los indicadores del conjunto del sector relativos tanto a la utilización de consumos intermedios como al empleo presentaron retrocesos intertrimestrales más intensos que los del segundo trimestre. Asimismo, durante el período de julio-septiembre se agudizó la percepción negativa de los empresarios del sector, a tenor del indicador de opinión obtenido a partir de las encuestas de la Comisión Europea, que en septiembre alcanzó su nivel mínimo desde 1990.

Por tipo de obra, se estima que la inversión residencial continuó disminuyendo a un ritmo intertrimestral similar al del período de abril-junio, aunque este proceso debería atenuarse en los próximos trimestres a medida que la brecha entre viviendas terminadas e iniciadas se reduzca. Por el lado de la demanda de activos residenciales, las transmisiones de viviendas nuevas del segundo trimestre fueron algo superiores a las del primero, aunque en términos acumulados de cuatro trimestres esto no modifica la trayectoria de descenso que vienen mostrando. Por su parte, la superficie visada en

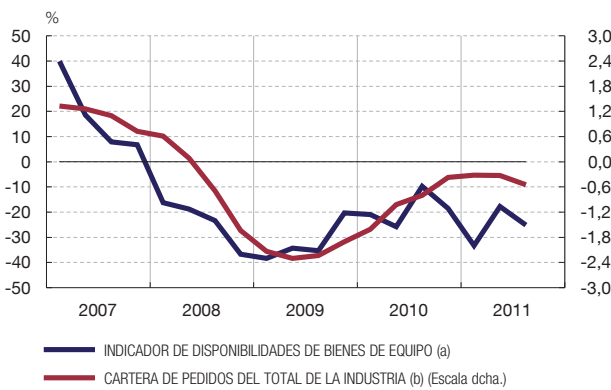
BIENES DE EQUIPO



CONSTRUCCIÓN



INDICADORES DE BIENES DE EQUIPO



INDICADORES DE CONSTRUCCIÓN



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

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

edificación no residencial continuó registrando una fuerte contracción hasta julio, al igual que la licitación oficial de obra civil.

Por último, se estima que el gasto público de las AAPP se contrajo sustancialmente en el tercer trimestre, tanto en el componente de consumo final como en la inversión, en línea con los planes de austeridad presupuestaria. El retroceso del consumo público estaría reflejando el recorte del empleo público y, sobre todo, de las compras netas, de acuerdo con la información disponible sobre la ejecución presupuestaria del Estado.

De acuerdo con la última información disponible sobre la demanda exterior neta, su aportación al crecimiento intertrimestral del PIB fue de 0,8 pp, dos décimas más que en el trimestre anterior, mientras que en términos interanuales la contribución se redujo, aunque siguió siendo elevada (2,1 pp). Este comportamiento refleja el avance de las exportaciones, mientras que las importaciones atenuaron su ritmo de caída intertrimestral (véase gráfico 17). Las ventas al exterior continuaron apoyándose en el crecimiento del comercio internacional y en las ganancias de competitividad-coste acumuladas en los últimos años, si bien las perspectivas para el último tramo del año han empeorado por la desaceleración de la economía mundial. El aumento de las exportaciones supuso que la cuota de participación de los bienes españoles en los mercados mundiales se ampliara en el primer semestre de 2011.

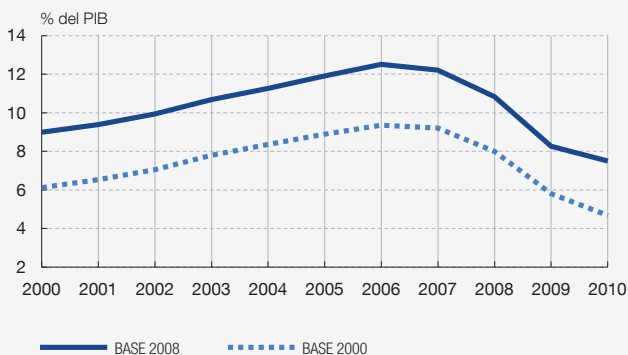
El Instituto Nacional de Estadística (INE) publicó el pasado 14 de octubre las nuevas estimaciones correspondientes a la Contabilidad Nacional de España, base 2008 (CNE 2008), que se encuadran dentro de las actualizaciones periódicas que se realizan para que las cuentas nacionales ofrezcan una estimación precisa de la realidad económica. Dichas cuentas siguen rigiéndose por los principios y normas del Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales de 1995 (SEC 95). En esta ocasión, la revisión de la CNE conlleva modificaciones de carácter metodológico que están motivadas por la adopción de las nuevas clasificaciones de actividades y productos. Además, se han introducido cambios estadísticos derivados de modificaciones en las fuentes estadísticas o en los procedimientos de estimación, como suele ser habitual con los cambios de base<sup>1</sup>. La adaptación a las nuevas clasificaciones de actividades y de productos se realiza en todos los Estados miembros de la Unión Europea, en aplicación de un reglamento de la Comisión aprobado en 2010. En el caso español, este proceso de adaptación se va a realizar de forma progresiva, durante los meses de octubre a noviembre de 2011. Por el momento, el INE ha

publicado las cuentas anuales de los principales agregados macroeconómicos, referidas a la base 2008, así como las cuentas trimestrales no financieras de los sectores institucionales. Finalmente, debe señalarse que también parte de los cambios introducidos en las series históricas, especialmente de los últimos años, responden a las revisiones que se realizan habitualmente una vez al año (normalmente en agosto), cuando se dispone de nuevas encuestas estructurales de ejercicios anteriores, revisión que, en el caso de 2011, no se había producido todavía.

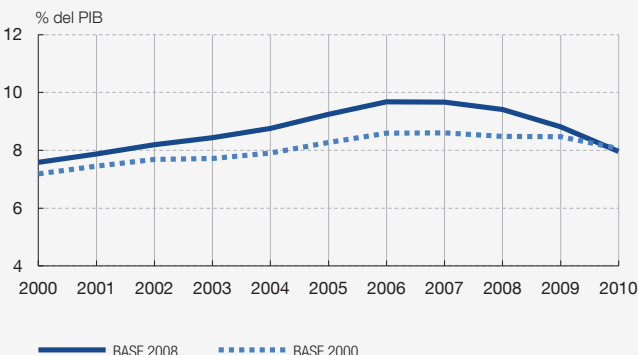
La adopción de las nuevas clasificaciones de actividades (CNAE 2009) y de productos (CPA 2008) implica un mayor desglose por ramas de actividad, que afecta, principalmente, a las ramas de los servicios. No obstante, no existe una correspondencia directa entre la antigua clasificación y la nueva, ya que, por ejemplo, las actividades inmobiliarias, encuadradas antes en la rama de servicios de mercado, se distribuyen ahora entre la rama de construcción —que incorpora la parte correspondiente a promoción y servicios jurídicos relacionados— y la nueva de actividades inmobiliarias, que incluye, entre otras, la actividad de las agencias inmobiliarias. Otro cambio relevante es que la nueva clasificación hace abstracción de la condición de mercado o no de mercado de una determinada actividad. Por tanto, desaparece la

1 Un mayor detalle de estos cambios puede encontrarse en Instituto Nacional de Estadística, *Contabilidad Nacional de España Base 2008. Características metodológicas*, octubre de 2011.

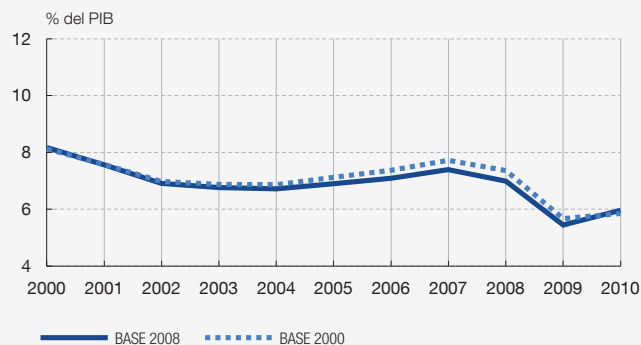
VIVIENDAS



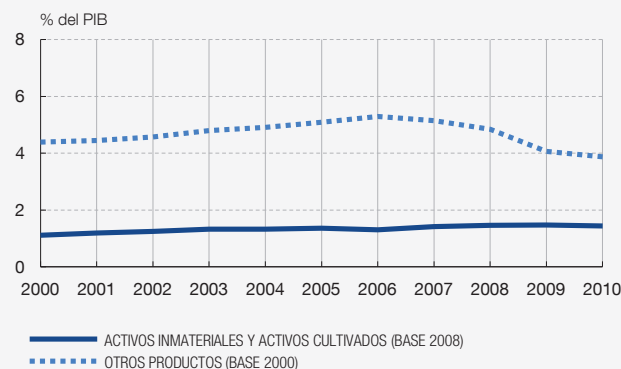
OTROS EDIFICIOS Y CONSTRUCCIONES



TRANSPORTE, MAQUINARIA Y BIENES DE EQUIPO



RESTO DE FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

rama de servicios de no mercado, que incluía la actividad de las AAPP, la cual se engloba ahora en una nueva rama —Administración Pública y defensa; Seguridad Social obligatoria; educación, y actividades sanitarias y de servicios sociales—, que incluye las actividades de este tipo desarrolladas tanto por agentes públicos como privados. Como consecuencia de todo ello, en el caso de la contabilidad trimestral, se pasa de las seis ramas que había hasta ahora a once en la nueva CNE 2008.

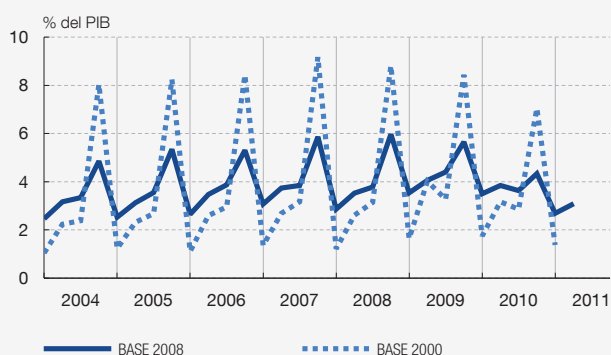
La introducción de las nuevas clasificaciones determina, además, que el desglose de la formación bruta de capital fijo, que antes se detallaba por productos —bienes de equipo, construcción y otros productos—, pase a realizarse atendiendo al tipo de activos, de modo que, por ejemplo, los bienes de equipo incorporados a una casa se incluirían en la inversión en vivienda. En la base 2008 se distingue, en un primer nivel, entre activos materiales y activos inmateriales (principalmente, *software*). A su vez, los activos materiales se clasifican en: viviendas, otros edificios y construcciones, material de transporte, otra maquinaria y bienes de equipo, y activos cultivados. Como ocurre con la clasificación por ramas de actividad, no existe una correspondencia directa entre la antigua y la nueva categorización, aunque la denominación de los activos resulta aparentemente similar<sup>2</sup>. Esta nueva clasificación de la formación bruta de capital constituye el cambio de mayor importancia cuantitativa de los que conlleva la CNE 2008, pues implica una redistribución de los componentes de la inversión, que afecta a sus valores nominales y reales a lo largo de toda la serie temporal, así como a su peso en el PIB (véase gráfico 1). En particular, se incrementa el peso de la inversión en vivienda en el PIB, entre 2 pp y 3 pp, y, en menor medida, el de otros edificios y construcciones. El antiguo componente de bienes de equipo mantiene, en cambio, una participación en el PIB similar a la de material de transporte, maquinaria y bienes de equipo, que es la categoría más parecida en la CNE 2008.

2 Así, la nueva definición de inversión en viviendas incorpora, además del valor de este tipo de edificios, los gastos de promoción inmobiliaria, notarías y otros gastos jurídicos ligados a la adquisición de este activo, que, anteriormente, se incluían como inversión en otros productos.

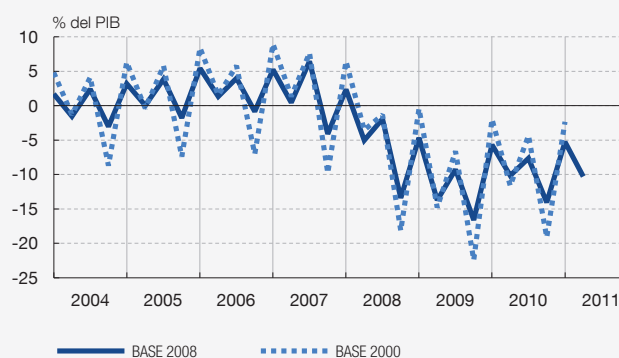
Entre los cambios de carácter estadístico, los más destacados son los que afectan a las cuentas de las AAPP. El primero se refiere a la distribución temporal de la formación bruta de capital a lo largo del año. En la base 2000, esta se registraba en el momento en que se reconocía la obligación de gasto por las AAPP, que, en su mayor parte, ocurría en el cuarto trimestre de cada año. En la nueva base 2008 se han acercado los datos de la contabilidad a la evolución económica real, suavizando la amplitud del patrón intra-anual de la formación bruta de capital de este sector (véase el gráfico 2) y también la del sector de sociedades no financieras, en cuya cuenta de capital se anotaba la inversión hasta que los agentes públicos reconocían la obligación de pago por el gasto realizado. Un segundo aspecto que se ha modificado en la CNE 2008 se refiere al momento de registro de los impuestos, que se aproxima en mayor medida al de devengo económico. En la antigua base, los ingresos por impuestos de las AAPP se registraban en el momento en el que presupuestariamente se reconocía la obligación del pago por parte de los contribuyentes. En la CNE 2008 se ha realizado una corrección temporal para aproximarse al período de devengo económico. Estos cambios afectan a la necesidad de financiación de las AAPP, cuyo patrón estacional dentro de cada año se ha suavizado en comparación con la base anterior (véase gráfico 2, panel derecho).

El efecto que han tenido todos estos cambios sobre la tasa de variación del PIB en términos reales ha sido mínimo (véase cuadro 1). Asimismo, la mayor parte de los agregados macroeconómicos, salvo los relativos a la inversión, han registrado revisiones muy pequeñas de sus tasas de crecimiento en el período de 2000-2008, mientras que en los dos últimos años los cambios han sido más significativos. Así, la variación del consumo privado se ha revisado a la baja en 2009 y 2010, mientras que el crecimiento del consumo público resulta más elevado con la nueva base. En cuanto a la formación bruta de capital, se han revisado al alza las tasas de la inversión en maquinaria y material de transporte, así como de la inversión en vivienda, que retrocede en menor medida que en la CNE-2000. Por el contrario, el resto de edificios y construcciones experimenta ahora una contracción más acusada. Por su parte, la aportación neta de la demanda externa

FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL DE LAS AAPP



CAPACIDAD (+) /NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN DE LAS AAPP



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

se mantiene sin apenas cambios, con unas tasas de avance más elevadas tanto de las exportaciones como de las importaciones. También se han modificado ligeramente los desequilibrios entre ahorro e inversión de los distintos sectores de la economía. La tasa de ahorro de las familias se ha elevado en los últimos años y

en 2010 se situó casi un punto porcentual por encima del valor que tenía con la antigua base. En cuanto a los precios, el deflactor del consumo privado y el del PIB se han revisado a la baja en 2009 y 2010, de forma que el PIB nominal es ahora inferior al estimado con anterioridad.

VARIACIONES EN VOLUMEN.

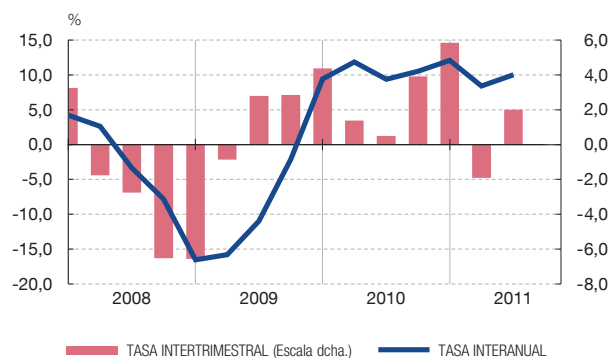
REVISIÓN DE LAS TASAS DE VARIACIÓN (BASE 2008 – BASE 2000)

	2006	2007	2008	2009	2010
1 Gasto en consumo final nacional	0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,1
1.1 Gasto en consumo final nacional de los hogares e ISFLSH	0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,5
1.2 Gasto en consumo final de las AAPP	0,0	0,0	0,1	0,5	0,9
2 Formación bruta de capital	-0,2	-0,1	0,1	-0,6	0,9
2.1 Transporte, maquinaria y bienes de equipo (Bienes de equipo, Base 2000)	-0,6	-0,8	-0,7	1,9	3,4
2.2 Construcción	0,7	-0,8	0,1	-3,4	0,9
Viviendas	0,4	-1,0	1,7	2,4	6,9
Otros edificios y construcciones	1,0	-0,4	-0,8	-7,6	-3,2
2.3 Activos inmateriales y activos cultivados (Otros productos, Base 2000)	-4,4	11,3	7,6	13,5	3,8
3 DEMANDA NACIONAL (1 + 2)	0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,2
4 Exportaciones de bienes y servicios	0,0	0,0	0,1	1,2	3,2
4.1 Bienes	0,0	0,0	0,0	1,6	0,4
4.2 Servicios	0,0	0,0	0,2	0,2	8,4
5 Importaciones de bienes y servicios	0,0	0,0	0,1	0,6	3,4
5.1 Bienes	0,0	0,0	0,0	0,5	5,1
5.2 Servicios	0,0	0,0	0,4	0,6	-1,9
Aportación de la demanda exterior neta	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1
6 PRODUCTO INTERIOR BRUTO	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1
PRO MEMORIA					
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	0,0	0,0	0,0	0,4	-0,1
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	0,4	0,0	-0,3	0,0	-0,1
Tasa de ahorro de los hogares	-0,9	-0,3	0,1	0,5	0,8
Deflactor del PIB	0,0	-0,1	0,0	-0,5	-0,6
Deflactor del consumo privado	0,1	-0,1	0,0	-1,3	-0,4
Empleo total (puestos de trabajo equivalente)	0,2	0,1	0,3	0,2	-0,3
Remuneración por asalariado	-0,2	-0,1	-0,3	0,2	-0,7
Coste laboral unitario	0,0	0,1	0,0	0,4	-1,0

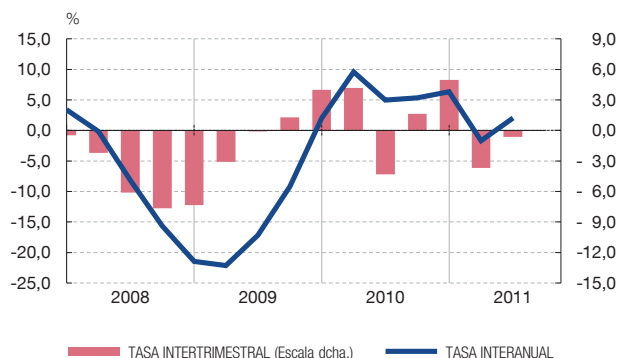
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Según los datos procedentes de Aduanas, las exportaciones reales de bienes crecieron en el período de julio-agosto un 12,6 % en términos interanuales, tasa superior a la registrada en el segundo trimestre de 2011 (véase gráfico 17). Por grupos de productos, el dinamismo fue prácticamente generalizado, destacando el repunte de las ventas al exterior de bienes de equipo y de bienes intermedios no energéticos. Las exportaciones de bienes de consumo se desaceleraron ligeramente, aunque las ventas de automóviles continuaron creciendo a un ritmo intenso. Por áreas geográficas, dentro de las exportaciones destinadas a la UE destacó el buen comportamiento de las dirigidas al Reino Unido, a

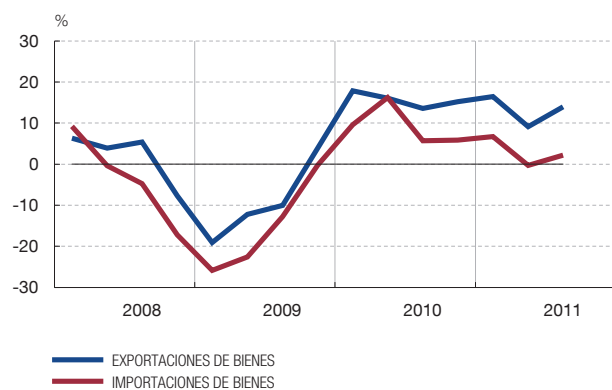
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



INDICADORES DE ADUANAS (b)



INDICADORES DE TURISMO (c)



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

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

los nuevos países de la ampliación europea y a Francia, mientras que se desaceleraron las destinadas a Portugal. En el resto del mundo, destaca el vigor de las ventas dirigidas a los países miembros de la OPEP y a Rusia.

En cuanto a las exportaciones de servicios turísticos, la información disponible señala el mantenimiento de un fuerte crecimiento en los meses de verano, según se desprende del dinamismo de las entradas de turistas y de las pernoctaciones hoteleras, que, en el conjunto del tercer trimestre, aumentaron a un ritmo interanual del 8,5% y 12,9%, respectivamente. La inestabilidad geopolítica en el Norte de África y Oriente Próximo está favoreciendo una recomposición de los flujos de turistas hacia España, con una recuperación del número de turistas británicos y un elevado dinamismo de las entradas de turistas holandeses, nórdicos y del este de Europa. En cuanto al gasto nominal de los turistas, los datos disponibles de julio y agosto de EGATUR muestran un incremento interanual del 8,7% en esos dos meses. Por su parte, las exportaciones de servicios no turísticos moderaron ligeramente su senda de crecimiento interanual.

En la vertiente importadora, las compras al exterior, según los datos de Aduanas, cayeron en julio-agosto a un ritmo análogo al del segundo trimestre (un -0,5%). Por grupos

de productos, este retroceso se concentró en las compras de bienes de equipo y en las de bienes energéticos. Las importaciones de bienes de consumo y de bienes intermedios no energéticos prácticamente se estabilizaron en los niveles de un año antes. Dentro de las importaciones de bienes de consumo destacó el repunte de las compras al exterior de automóviles. Por último, las importaciones reales de servicios siguieron disminuyendo, con descensos tanto en las compras de servicios no turísticos como en los pagos por turismo.

#### 4.2 Producción y empleo

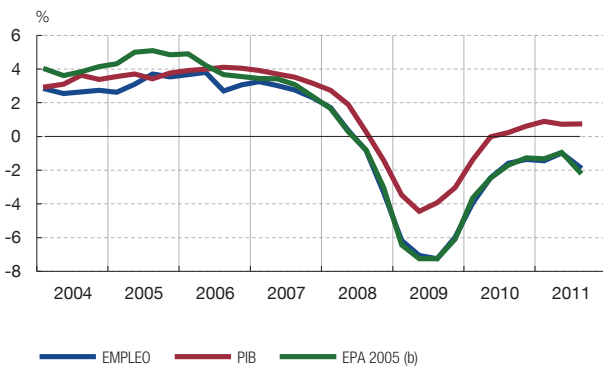
Durante el tercer trimestre del año, el valor añadido bruto de la economía de mercado experimentó un modesto avance en términos intertrimestrales, con una evolución divergente por ramas. La información disponible apunta hacia un ligero incremento en la rama de industria y energía en comparación con el trimestre anterior y a una tasa levemente positiva en el valor añadido de los servicios de mercado, mientras que la construcción habría agudizado su contracción (véase gráfico 18). Con todo, existen dudas sobre la continuidad de esta expansión de la industria y de los servicios de mercado en los próximos trimestres, dado el retroceso de las perspectivas de negocio que han mostrado recientemente los principales indicadores de opinión.

En el tercer trimestre se produjo una mejora de la actividad industrial, tras el retroceso del período anterior. Así, el índice de producción industrial aumentó en el período de julio-agosto, en particular, la producción de bienes de equipo y, en menor medida, la de bienes de consumo. Sin embargo, el número de afiliados a la Seguridad Social retrocedió de forma notable, señalando un mayor ajuste del empleo que de la actividad. También los indicadores cualitativos referentes al sector industrial mostraron un claro deterioro en este período. En concreto, el PMI de manufacturas disminuyó en el tercer trimestre, manteniéndose muy por debajo del nivel 50, valor que se interpreta como la frontera entre la contracción y la expansión. Este empeoramiento, que fue generalizado, pues afecta a la cartera de pedidos interiores y exteriores y a las perspectivas de empleo, sugiere que el repunte en la actividad industrial en el tercer trimestre podría ser transitorio, sin que se vislumbre a corto plazo una recuperación sostenida para este sector.

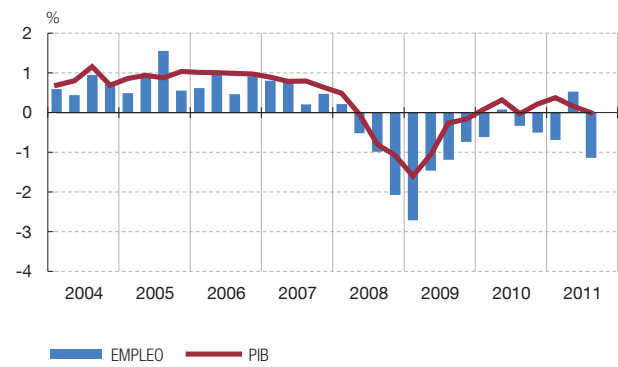
Los indicadores disponibles referentes a los servicios de mercado señalan un ligero avance intertrimestral del VAB de esta rama en el tercer trimestre de 2011. Tanto el índice de actividad del sector servicios como las ventas de grandes empresas, con información hasta agosto en ambos casos, recogen modestos crecimientos interanuales. Al igual que en el sector de manufacturas, en la rama de servicios se produjo un deterioro significativo de las perspectivas, tanto en los indicadores de opinión de la Comisión Europea como en las encuestas de los directores de compras. En concreto, el PMI de servicios cayó por debajo del umbral de 50, situándose en niveles de finales de 2009. Esta evolución desfavorable de la confianza del sector se extendió al empleo, de forma que, tras varios meses de tímidos avances, el número de afiliados del sector se estancó en el tercer trimestre.

En el mercado de trabajo, los indicadores mensuales mostraron una intensificación de la destrucción de empleo en el tercer trimestre. En concreto, los afiliados a la Seguridad Social experimentaron un descenso del 1,2 % con respecto al mismo período del año anterior, caída que fue dos décimas superior a la del segundo trimestre. En términos intertrimestrales, la afiliación retrocedió un 0,5 %, frente al descenso del 0,3 % de abril-junio. Por otra parte, la contratación registrada en el Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE) mostró una gran atonía en el tercer trimestre, con un ritmo de crecimiento interanual del 0,2 %, tras el repunte del 3,1 % observado en el período precedente. Esta ralentización se debió tanto al menor dinamismo de los contratos temporales durante el verano de 2011

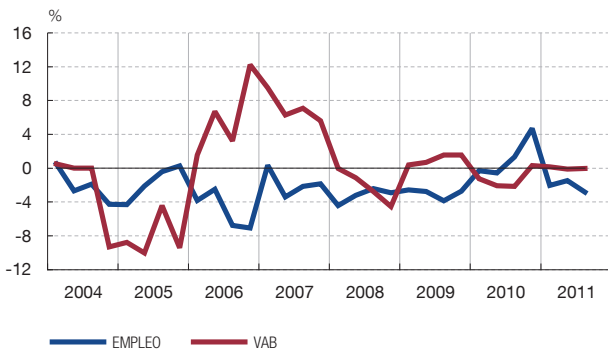
TOTAL ECONOMÍA



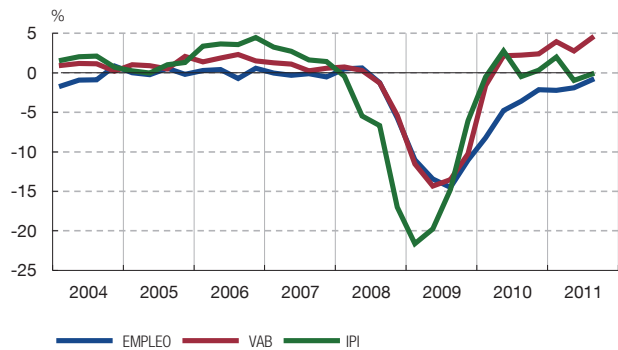
TOTAL ECONOMÍA (c)



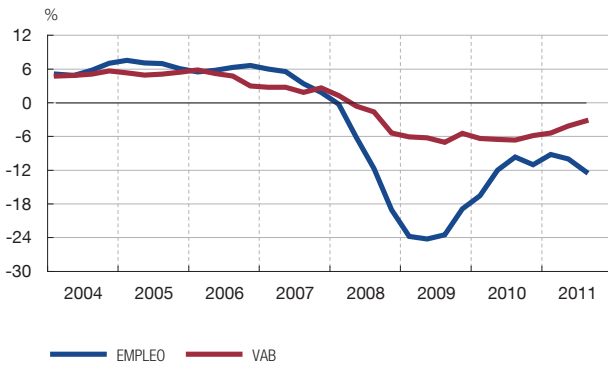
AGRICULTURA



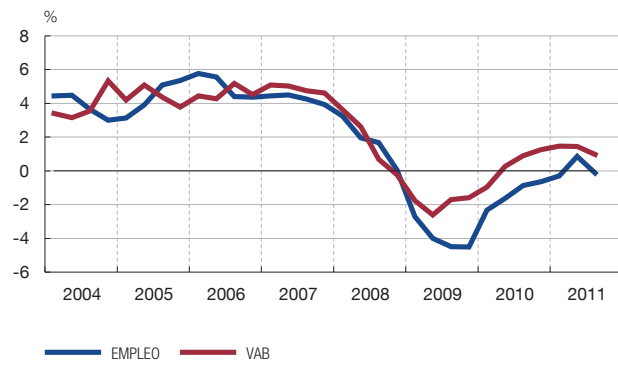
INDUSTRIA Y ENERGÍA



CONSTRUCCIÓN



SERVICIOS DE MERCADO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

como a la intensificación del retroceso de los indefinidos, impulsada en este período por una contracción de las conversiones, tras los avances observados desde finales de 2010. El peso de los indefinidos en el total de la contratación disminuyó, como es habitual en el verano, hasta el 6,9% en el tercer trimestre, cifra que se sitúa más de un punto por debajo de su nivel de hace un año.



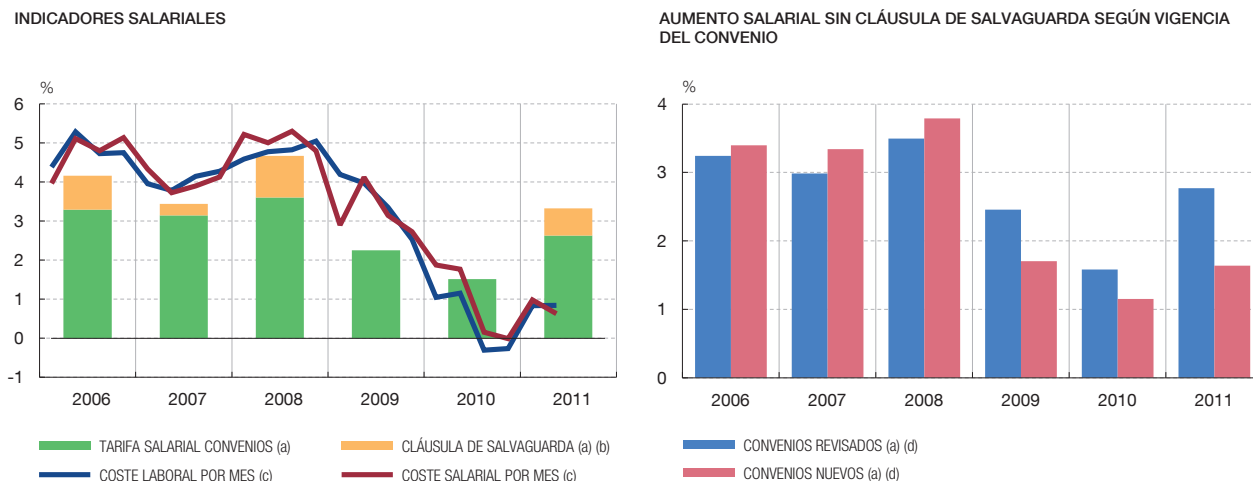
Por su parte, la EPA del tercer trimestre mostró una caída interanual del empleo del 2,1 %, lo que intensificó su ritmo de descenso en 1,2 pp respecto a la cifra del trimestre anterior. Con la excepción de la industria, las restantes ramas presentaron un comportamiento interanual peor que en el segundo trimestre, destacando el descenso interanual observado en los servicios. Este deterioro tuvo lugar tanto en las ramas de mercado, donde se interrumpió la creación de empleo de los últimos trimestres, como en las actividades de no mercado, que pasaron a mostrar un crecimiento interanual nulo. La intensificación en el ritmo de caída del empleo se produjo tanto en el colectivo de no asalariados (-3,8 %), como especialmente entre los asalariados, que empeoraron 1,3 pp hasta el -1,8 %. Por nacionalidad, la destrucción de puestos de trabajo también se trasladó a ambos colectivos, con un descenso del 8,6 % entre los ocupados extranjeros y del 1,1 % entre los de nacionalidad española. Por lo que respecta a la duración del contrato, los asalariados temporales detuvieron su ritmo de avance en este trimestre, al tiempo que el colectivo con empleo indefinido intensificó en 1,1 pp su descenso interanual, hasta un 2,4 %. Como resultado, la ratio de temporalidad aumentó hasta el 26,0 %. Por último, la contratación a tiempo parcial moderó su ritmo de avance (hasta el 1,1 %), mientras que los ocupados a tiempo completo disminuyeron un 2,6 %, nueve décimas más que en el trimestre previo. Esta evolución situó la ratio de parcialidad en el 13,2 %, frente al 12,8 % de un año antes.

La población activa avanzó a un ritmo lento, similar al del trimestre anterior (0,1 %), en un entorno de crecimiento nulo de la población mayor de 16 años, por lo que la tasa de actividad se estabilizó en el 60,1 %. Atendiendo a la desagregación por sexos, la brecha entre las tasas de crecimiento de ambos colectivos se recortó unas décimas, ya que la población activa femenina creció un 1,6 %, pero cinco décimas menos que en el segundo trimestre, mientras que la población activa masculina se recortó un 1,2 %, ritmo de retroceso tres décimas inferior al del trimestre previo. Por nacionalidad, se intensificó el descenso tanto de la población como de los activos de nacionalidad extranjera. En el primer caso, el descenso fue del 2,3 % (-2 % en el trimestre anterior) mientras que en el segundo, la caída interanual fue del 4 %, frente al -2,2 % del segundo trimestre del año. Los activos de nacionalidad española, por su parte, se incrementaron un 0,8 %, y su tasa de actividad repuntó ligeramente, hasta el 57,9 %.

Finalmente, el desempleo aumentó en 144.700 personas respecto al segundo trimestre de 2011, de forma que el número de parados se situó en 4.978.300 personas. En términos interanuales, el ritmo de avance interanual del paro más que se duplicó, hasta una tasa del 8,8 %. Por su parte, la tasa de paro repuntó fuertemente en el trimestre, hasta alcanzar el 21,5 % de la población activa, seis décimas peor que el trimestre anterior. De igual forma, los parados registrados en el SPEE intensificaron su ritmo de aumento interanual hasta el 4,6 %, quebrando, por el momento, la senda de moderación del crecimiento del desempleo que venía observándose desde la segunda mitad de 2009.

### 4.3 Costes y precios

Las tarifas salariales negociadas en los convenios colectivos hasta septiembre aumentaron un 2,6 % entre enero y septiembre, apenas una décima menos que el incremento acordado hasta junio. El avance de la negociación sigue siendo limitado, de modo que el número de trabajadores afectados hasta septiembre (5,1 millones) es la cifra más baja para este mes de los últimos quince años. Hay que tener en cuenta, no obstante, que casi todos los convenios registrados hasta la fecha corresponden a revisiones de acuerdos plurianuales firmados en ejercicios anteriores, en los que los incrementos de tarifas (del 2,8 %) están, en gran medida, referenciados al aumento interanual del IPC de diciembre de 2010, que fue del 3 %. Por su parte, el incremento de las tarifas en los convenios de



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

a El último año, con información de convenios colectivos hasta septiembre de 2011.

b Cláusula de salvaguarda del año anterior.

c ETCL. Tasas de variación interanuales.

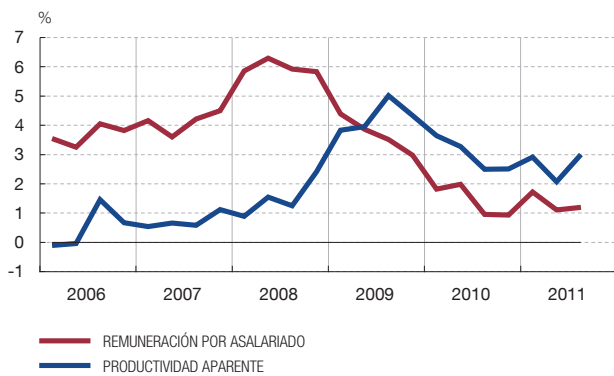
d Revisados: convenios con efectos económicos en el ejercicio, pero que se firmaron en años anteriores, con vigencia superior al año. Nuevos: convenios que se han firmado en el ejercicio, con efectos económicos en el mismo, siendo este el primer año de vigencia o el único.

nueva firma es el 1,6 %, en línea con el punto medio de la banda salarial recomendada por el Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC) de febrero de 2010 (véase cuerpo derecho del gráfico 19). En la medida en que el avance de la negociación en los próximos meses se concentró en este segundo tipo de convenios, cabe esperar que el elevado crecimiento salarial medio pactado hasta la fecha se modere en el tramo final del año. A ello debería contribuir, además, la desaceleración de la inflación y quizá los efectos de la reforma relativa a la negociación colectiva aprobada el pasado mes de junio. Por otra parte, la estimación de la cláusula de salvaguarda respecto a la inflación del año 2010, que se cobra en el presente año, se mantiene en 0,7 pp. Esta evolución de las tarifas salariales contrasta con la mayor moderación que muestran otros indicadores, como la Encuesta Trimestral de Coste Salarial (ETCL), que en el segundo trimestre de 2011 experimentó un avance del 0,8 % interanual (véase el panel izquierdo del gráfico 19). En el tercer trimestre de 2011 se prevé que el incremento interanual de la remuneración por asalariado en la economía de mercado se establezca en torno al 1 % (véase gráfico 20). Dado que se estima que la productividad aumentó en torno al 3 % interanual, los costes laborales unitarios habrían seguido descendiendo en el tercer trimestre a un ritmo significativo.

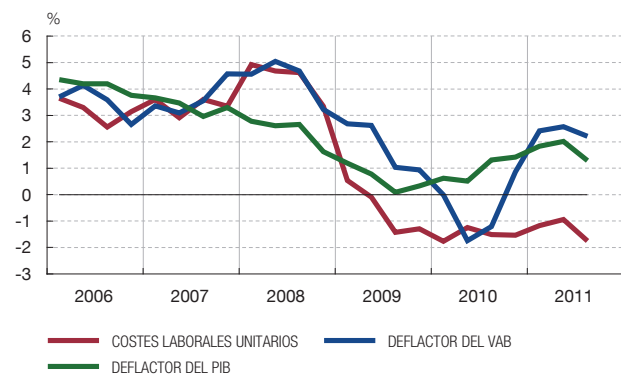
En el tercer trimestre de 2010, los deflatores de la mayor parte de los componentes de la demanda registraron crecimientos interanuales algo menores que en el segundo trimestre. La moderación de los ritmos de avance de los deflatores respondió en buena medida a la evolución de los precios de producción interior —medidos por el deflactor del PIB—, cuya tasa disminuyó tres décimas respecto al segundo trimestre, pero también a los precios de los bienes importados, que mostraron un crecimiento algo menos intenso.

Durante el tercer trimestre de 2011, los principales indicadores de precios de consumo moderaron la tendencia descendente que venían registrando en los meses anteriores. La tasa interanual del IPC en septiembre fue del 3,1 %, una décima por debajo de la cifra de junio (véase gráfico 21), mientras que la variación respecto al mismo mes del año anterior del IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos

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.

no elaborados—se situó en el 1,7 %, la misma cifra que en junio. Esta estabilidad es el resultado de comportamientos diferenciados de sus principales componentes. Así, los precios de los alimentos elaborados se vieron impulsados en septiembre por el encarecimiento del tabaco, que compensó los descensos anteriores. Por el contrario, los precios de los bienes industriales no energéticos redujeron su ritmo de avance, del 0,9 % en junio al 0,5 % en septiembre, a pesar de los mayores precios de producción nacional e importada de este tipo de bienes, reflejando el agotamiento del efecto base de los aumentos del año pasado de los tipos del IVA. Los precios de los servicios se moderaron igualmente por este motivo, alcanzando una variación del 1,6 % en septiembre, tres décimas por debajo de la tasa de junio. El componente energético incrementó en cinco décimas su crecimiento interanual respecto a junio, acusando la depreciación del euro frente al dólar, que encareció el petróleo en euros. Por el contrario, los precios de los alimentos no elaborados redujeron su ritmo de avance durante el trimestre.

La estabilidad de la inflación en España —medida por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC)— contrastó con el repunte en el área del euro, con lo que el diferencial en septiembre se redujo en tres décimas respecto a junio, hasta anularse (véase gráfico 22). El diferencial en términos de IPSEBENE fue negativo (-0,5 pp). Destaca el correspondiente a los servicios, que se situó en septiembre en -0,4 pp. Por el contrario, el diferencial de crecimiento de los precios energéticos continuó siendo considerable, en parte por los mayores aumentos de los precios del gas y de la electricidad en España, pero también porque los precios de los carburantes se encarecieron en mayor medida en nuestro país. También se observó un incremento superior de los precios de los alimentos no elaborados en España respecto a los de la zona del euro.

El índice de precios industriales registró un repunte en el tercer trimestre, con un aumento del ritmo de variación interanual hasta el 7,1 % en septiembre, cuatro décimas más que en junio. Esta evolución se explica por el encarecimiento de los productos energéticos, que crecieron un 18,4 % en septiembre. Los precios de los bienes industriales de consumo y de equipo mantuvieron tasas interanuales de variación similares a las del trimestre anterior (2,5 % en el primer caso y 1,2 % en el segundo), mientras que los precios de los bienes intermedios se desaceleraron casi 1 pp, hasta el 5,6 % interanual en septiembre. Por su parte, los índices de precios de importación y exportación de productos industriales se

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



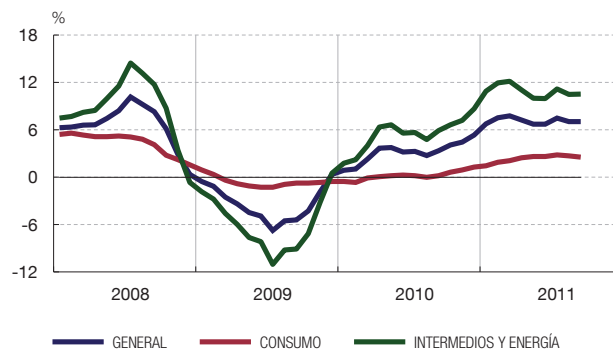
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

aceleraron, alcanzando en agosto tasas interanuales del 8,9 % y del 5,4 %, respectivamente. En ambos casos, los precios de los productos energéticos también mostraron ritmos de variación muy elevados. Por otro lado, los datos de los IVU de exportaciones e importaciones correspondientes a agosto mostraron un comportamiento menos expansivo.

#### 4.4 La actuación de las Administraciones Públicas

La última información estadística disponible relativa al conjunto del sector de las Administraciones Públicas (AAPP) se refiere al segundo trimestre de 2011. Esta información ha sido publicada en términos de la nueva base de Contabilidad Nacional, que introduce cambios en las cuentas de las AAPP, tales como una aproximación mayor al criterio de devengo en determinados impuestos y una distribución más homogénea del gasto en inversión pública a lo largo del año (para un mayor detalle, véase el recuadro 4). No obstante, se dispone de información más reciente relativa a la ejecución presupuestaria del Estado y de la Seguridad Social hasta septiembre y agosto, respectivamente.

En términos de Contabilidad Nacional, según los datos de ejecución presupuestaria hasta septiembre, el Estado habría registrado un déficit de 37 mm de euros, frente al déficit acumulado en el mismo período de 2010 de 44,5 mm de euros. Por otra parte, en términos de caja, el Estado acumuló entre enero y septiembre de 2011 un déficit de 31 mm de euros, lo que supone una mejora del 18 % en relación con el saldo también negativo

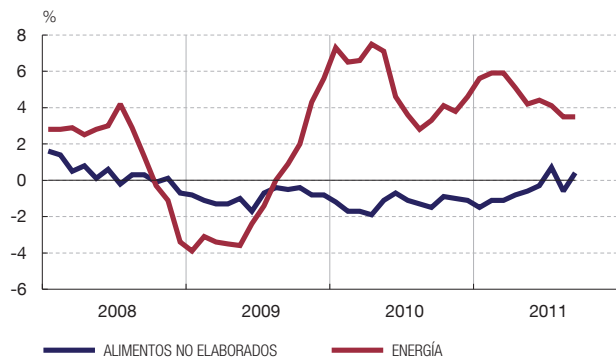
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



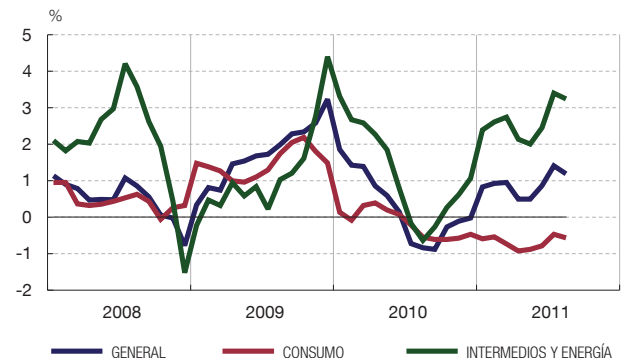
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

registrado un año antes (véase cuadro 4). Los pagos presentaron una caída del  $-17,3\%$  en los últimos doce meses hasta septiembre, lo cual resultaría, en líneas generales, coherente con el objetivo del Gobierno para el Estado en el conjunto del año. El descenso observado en los datos acumulados del período de enero-septiembre responde en su mayor parte a los menores pagos por transferencias a las CCAA, como consecuencia del nuevo sistema de financiación. Respecto al resto de partidas, los gastos de personal aumentaron un  $0,9\%$ , las compras se redujeron un  $10\%$  y los pagos por intereses crecieron un  $5,7\%$ , significativamente por debajo de la tasa de crecimiento presupuestada cercana al  $40\%$  para el conjunto de 2011. Debe tenerse en cuenta, además, que las cifras hasta septiembre no incorporan el impacto de las medidas adoptadas en julio y agosto, en particular los ingresos por la subasta del espacio radioeléctrico y la modificación de los pagos fraccionados del impuesto sobre sociedades.

En términos de la recaudación total, que tiene en cuenta la participación del Estado y de las Administraciones Territoriales (AATT), los ingresos por los impuestos especiales y de sociedades continúan presentando crecimientos muy alejados de los objetivos presupuestarios ( $-3\%$  y  $-12,3\%$ , respectivamente, en el acumulado de enero a septiembre, frente al  $5,1\%$  y  $-1,2\%$  presupuestado para 2011), aunque en la segunda de estas figuras impositivas se espera un cierto repunte en la recaudación del último trimestre del año como consecuencia de los cambios señalados en la periodificación de los pagos fraccionados.

	Liquidación 2010	Variación porcentual 2010/2009	Presupuesto inicial 2011	Variación porcentual 2011/2010	Liquidación ene-jun. Variación porcentual 2011/2010	Liquidación		
						2010 ene-sep	2011 ene-sep	Variación porcentual
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7	8 = 7/6
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	127.337	24,8	106.020	-16,7	-17,5	92.676	74.082	-20,1
Impuestos directos	59.262	9,5	55.239	-6,8	-19,9	42.320	36.157	-14,6
IRPF	39.326	29,2	35.494	-9,7	-22,4	28.090	23.701	-15,6
Sociedades	16.198	-19,8	16.008	-1,2	-15,6	11.334	9.941	-12,3
Otros (a)	3.738	7,5	3.737	-0,0	-6,2	2.896	2.515	-13,1
Impuestos indirectos	51.825	80,8	36.142	-30,3	-21,1	40.131	27.274	-32,0
IVA	38.486	143,8	24.968	-35,1	-17,9	30.090	20.039	-33,4
Especiales	10.338	1,9	8.179	-20,9	-39,2	7.818	4.993	-36,1
Otros (b)	3.001	9,5	2.995	-0,2	3,0	2.223	2.242	0,8
Otros ingresos	16.251	-15,7	14.639	-9,9	4,7	10.225	10.650	4,2
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	179.572	-5,1	150.056	-16,4	-19,7	130.616	105.163	-19,5
Personal	26.975	1,5	26.982	0,0	0,5	19.420	19.595	0,9
Compras	4.632	-4,7	3.384	-26,9	-8,5	2.827	2.542	-10,1
Intereses	19.638	11,3	27.421	39,6	-2,0	16.712	17.665	5,7
Transferencias corrientes	104.656	-6,9	74.598	-28,7	-25,8	74.875	54.005	-27,9
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	2.668	—	—	—	—	—
Inversiones reales	8.782	-16,1	5.793	-34,0	-26,8	6.157	4.502	-26,9
Transferencias de capital	14.890	-14,2	9.208	-38,2	-36,6	10.624	6.854	-35,5
<b>3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)</b>	-52.235	—	-44.036	—	—	-37.939	-31.081	—
PRO MEMORIA: IMPUESTOS TOTALES (Estado más participación de las Administraciones Territoriales)								
<b>TOTAL</b>	<b>135.862</b>	<b>16,3</b>	<b>141.538</b>	<b>4,2</b>	<b>6,0</b>	<b>101.785</b>	<b>104.094</b>	<b>2,3</b>
IRPF	66.977	4,9	71.761	7,1	6,5	49.453	51.483	4,1
IVA	49.079	46,2	48.952	-0,3	9,4	37.410	38.136	1,9
Imp. especiales	19.806	2,4	20.825	5,1	-4,0	14.923	14.476	-3,0

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

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

b Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

La evolución del IVA sigue siendo mejor de lo presupuestado para el conjunto del año, aunque su tasa de crecimiento ha continuado moderándose (1,9% hasta septiembre), una vez que ha ido desapareciendo el efecto base asociado a la subida de tipos de julio de 2010. Por último, se mantiene el débil comportamiento del IRPF, con una tasa de crecimiento del 4,1% hasta septiembre, inferior a la presupuestada para el conjunto del año (7,1%).

En el caso de las CCAA, los datos de ejecución del segundo trimestre de 2011 muestran un déficit en términos de contabilidad presupuestaria del 1,2% del PIB (véase cuadro 5). Estos datos indican riesgos de desviación respecto al objetivo anual del subsector, aunque resultan difíciles de cuantificar, dado que no se dispone de información sobre la ejecución presupuestaria en la segunda parte del año, en que se concentrarían las medidas de ajuste anunciadas por la mayoría de CCAA.

En relación con el Sistema de Seguridad Social, los últimos datos acumulados de ejecución disponibles son los correspondientes a agosto de 2011 (véase cuadro 6). Estas cifras

**COMUNIDADES AUTÓNOMAS. EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA**
**CUADRO 5**

Millones de euros y porcentaje

	Liquidación 2010	Variación porcentual 2010/2009	Presupuesto inicial 2011	Variación porcentual 2011/2010 (a)	Liquidación ene-mar. Variación porcentual 2011/2010	Liquidación		
						2010 ene-jun	2011 ene-jun	Variación porcentual (b)
	1	2	3	4 = 3/1	5	6	7	8 = 7/6
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	134.318	44,2	138.087	2,8	-2,2	—	60.966	-3,6
Ingresos corrientes	127.134	45,9	128.870	1,4	-1,4	—	59.198	-3,8
Impuestos directos	29.477	50,0	40.382	37,0	42,5	—	20.211	41,6
Impuestos indirectos	33.730	46,6	51.050	51,3	45,0	—	23.797	40,1
Tasas, precios y otros ingresos	5.551	44,6	4.942	-11,0	-19,4	—	2.206	-15,8
Transferencias corrientes	57.962	39,9	32.006	-44,8	-56,2	—	12.762	-53,6
Ingresos patrimoniales	413	45,3	489	18,5	151,5	—	222	40,4
Ingresos de capital	7.184	19,2	9.217	28,3	-27,2	—	1.768	3,1
Enajenación de inversiones reales	287	4,5	1.960	583,3	8,0	—	89	1,5
Transferencias de capital	6.897	23,1	7.257	5,2	-29,1	—	1.679	3,2
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	157.183	48,3	153.170	-2,6	5,4	—	74.032	0,5
Pagos corrientes	134.812	50,6	130.366	-3,3	5,6	—	65.933	0,3
Gastos de personal	58.795	50,6	56.311	-4,2	-3,3	—	28.474	-3,7
Gastos corrientes en bienes y servicios	28.011	50,9	27.076	-3,3	22,8	—	13.788	8,7
Gastos financieros	2.999	44,3	4.554	51,8	75,6	—	2.019	68,0
Transferencias corrientes	45.007	51,2	42.309	-6,0	3,9	—	21.652	-3,0
Fondo de contingencia y otros imprevisibles	—	—	—	—	—	—	—	—
Pagos de capital	22.371	35,5	22.804	1,9	4,2	—	8.100	2,3
Inversiones reales	9.685	35,3	10.015	3,4	11,3	—	3.538	-4,5
Transferencias de capital	12.686	35,7	12.789	0,8	-2,0	—	4.562	8,4
<b>3 SALDO NO FINANCIERO (3 = 1 - 2)</b>	-22.866	86,6	-15.083	-34,0	—	—	-13.066	—

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

- a Los datos de presupuesto inicial de 2011 se han obtenido considerando los créditos iniciales del presupuesto de 2010 de Baleares, ya que los ha prorrogado.  
 b Estas tasas son las publicadas por el Ministerio de Economía y Hacienda, que no ha publicado el nivel correspondiente al segundo trimestre de 2010.

**SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL. EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA**
**CUADRO 6**

Millones de euros y en porcentaje

	Presupuesto inicial 2010	Variación porcentual 2010/2009	Presupuesto inicial 2011	Variación porcentual 2011/2010	Liquidación ene-jun. Variación porcentual 2011/2010	Liquidación		
						2010 ene-ago	2011 ene-ago	Variación porcentual 2011/2010
	1	2	3	4 = 3 / 1	5	6	7	8 = 7 / 6
<b>1 INGRESOS NO FINANCIEROS</b>	119.481	-3,4	123.405	3,3	-0,2	79.793	79.016	-1,0
Cotizaciones sociales	108.358	-4,4	111.778	3,2	-0,9	71.115	70.345	-1,1
Transferencias corrientes	8.357	12,3	8.154	-2,4	5,3	6.120	6.141	0,3
Otros ingresos	2.765	-6,7	3.473	25,6	12,2	2.558	2.530	-1,1
<b>2 PAGOS NO FINANCIEROS</b>	116.601	1,9	118.826	1,9	3,0	72.863	75.107	3,1
Personal	2.483	1,2	2.378	-4,2	-2,5	1.547	1.522	-1,6
Compras	2.032	1,9	1.719	-15,4	-2,6	1.020	958	-6,0
Transferencias corrientes	111.557	1,9	114.279	2,4	3,2	70.166	72.513	3,3
Pensiones contributivas	95.320	2,1	99.090	4,0	5,0	60.466	63.501	5,0
Incapacidad temporal	7.373	-9,5	7.009	-4,9	-11,8	3.516	3.184	-9,5
Resto	8.864	11,0	8.181	-7,7	-4,9	6.184	5.828	-5,8
Otros gastos	529	-6,1	450	-15,0	-22,7	130	113	-13,2
<b>3 SALDO NO FINANCIERO (3 = 1 - 2)</b>	2.880	—	4.579	—	—	6.931	3.909	—

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

Millones de euros

		Enero-julio		Tasa de variación
		2010	2011	2011/2010 (b)
INGRESOS	Cuenta corriente	192.750	213.519	10,8
	Mercancías	108.440	127.710	17,8
	Servicios	53.151	56.623	6,5
	Turismo	21.617	23.722	9,7
	Otros servicios	31.534	32.901	4,3
	Rentas	22.434	20.802	-7,3
	Transferencias corrientes	8.725	8.383	-3,9
	Cuenta de capital	5.213	3.772	-27,7
	Cuentas corriente + capital	197.964	217.291	9,8
PAGOS	Cuenta corriente	224.832	242.438	7,8
	Mercancías	136.416	151.054	10,7
	Servicios	38.082	37.895	-0,5
	Turismo	6.660	6.565	-1,4
	Otros servicios	31.422	31.329	-0,3
	Rentas	35.763	38.977	9,0
	Transferencias corrientes	14.571	14.512	-0,4
	Cuenta de capital	1.035	746	-27,9
	Cuentas corriente + capital	225.867	243.184	7,7
SALDOS	Cuenta corriente	-32.082	-28.919	3.163
	Mercancías	-27.976	-23.344	4.632
	Servicios	15.069	18.729	3.660
	Turismo	14.957	17.157	2.200
	Otros servicios	112	1.572	1.459
	Rentas	-13.329	-18.174	-4.845
	Transferencias corrientes	-5.846	-6.129	-283
	Cuenta de capital	4.178	3.025	-1.153
	Cuentas corriente + capital	-27.904	-25.894	2.010

FUENTE: Banco de España.

a Datos provisionales.

b Variaciones absolutas para los saldos.

muestran un superávit no financiero de 3,9 mm de euros, lo que supone una reducción de 3 mm de euros en comparación con el superávit acumulado hasta agosto del pasado año. Por el lado de los ingresos, las cotizaciones sociales disminuyeron un 1,1 %, significativamente por debajo de la previsión presupuestaria, como consecuencia del comportamiento desfavorable de las afiliaciones a la Seguridad Social. Por su parte, los gastos registraron un aumento del 3,1 %, debido al alza del gasto en pensiones contributivas en un 5 %, que se vio parcialmente compensado por la reducción en el resto de transferencias corrientes. Por lo que respecta al Servicio Público de Empleo Estatal, los datos disponibles hasta el mes de agosto de 2011 apuntan a una caída en los pagos por prestaciones de desempleo de un -8,6 %, en consonancia con la disminución en el número de beneficiarios del sistema de protección por desempleo. La tasa de cobertura disminuyó unos 6 puntos entre diciembre de 2010 y agosto de 2011.

#### 4.5 La balanza de pagos

Durante los siete primeros meses de 2011, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 25,9 mm de euros, un 7 % inferior al del mismo



período del año anterior (véase cuadro 7). Esta disminución del déficit se explica por la reducción del saldo negativo por cuenta corriente, mientras que se contrajo el superávit de la cuenta de capital. El descenso del desequilibrio por cuenta corriente reflejó la caída del déficit de la balanza comercial y la ampliación del superávit de servicios. Esta evolución compensó el incremento de los déficits de transferencias corrientes y, sobre todo, de rentas.

En los siete primeros meses de 2011, el déficit de la balanza comercial disminuyó un 17 %, hasta situarse en 23,3 mm de euros, debido a la notable corrección del saldo no energético, que compensó el incremento de la factura energética. El superávit de la balanza de servicios aumentó un 24 %, hasta 18,7 mm de euros, gracias tanto al saldo turístico como al del resto de servicios. En sentido contrario, el saldo negativo de la balanza de rentas se amplió un 36 %, hasta situarse en 18,2 mm de euros, y el déficit de la balanza de transferencias corrientes aumentó un 5 %, hasta 6,1 mm de euros. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital disminuyó un 28 %, hasta 3 mm de euros.

## 5.1 Rasgos más destacados

Durante el tercer trimestre de 2011, la evolución financiera de la economía española ha estado marcada por la intensificación de las tensiones en los mercados financieros internacionales. Dichas tensiones se reflejaron en nuevas ampliaciones de los diferenciales de rentabilidad de los títulos emitidos por el sector público dentro de la UEM, que llegaron a alcanzar registros máximos desde la creación del euro, y se extendieron a otros mercados y áreas geográficas. Así, en España se elevaron las primas de riesgo crediticio de los valores de renta fija emitidos tanto por el sector público como por el privado, los índices bursátiles registraron importantes caídas y aumentaron las dificultades de las entidades para la obtención de financiación mayorista.

La intensificación de las tensiones en los mercados europeos de deuda soberana llevó, a principios de agosto, a la reactivación del programa para los mercados de valores por parte del BCE, actuación que, junto con las medidas de política económica adoptadas por el Gobierno español, contribuyó a que la rentabilidad de los bonos a diez años emitidos por el Estado, que había llegado a superar el 6 %, descendiera, estabilizándose en valores próximos al 5 %, aunque dentro de un contexto de elevada volatilidad (véase gráfico 23). A finales de septiembre se situaba en el 5,14 %, 37 puntos básicos (pb) por debajo de los niveles con los que cerró el primer semestre. No obstante, a pesar de este retroceso, el diferencial con respecto a la referencia alemana se elevó 70 pb durante el mismo período, hasta alcanzar los 323 pb, ya que el tipo de interés de los títulos alemanes al mismo plazo, utilizados habitualmente como valor refugio en los episodios de mayor incertidumbre, mostró un descenso mayor. También aumentaron las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos por el sector privado, tanto de las empresas financieras como de las no financieras. En la parte transcurrida de octubre hasta la fecha de cierre de este informe<sup>1</sup>, la rentabilidad de los títulos públicos españoles a diez años, cuya calificación crediticia ha sido revisada a la baja por las tres principales agencias de medición de riesgos durante este período, se ha incrementado 36 pb, y su diferencial con respecto a la alemana al mismo plazo, 19 pb.

En este contexto, las entidades de crédito han experimentado importantes dificultades para captar fondos en los mercados mayoristas, especialmente en los de renta fija y en el interbancario sin garantías. En los primeros, las emisiones netas fueron negativas (con información disponible hasta agosto), como ya sucedió tras la quiebra de Lehman Brothers, con las primeras turbulencias derivadas de la crisis griega a mediados de 2010 y a finales de ese mismo año con la crisis irlandesa. En el interbancario se registraron también importantes tensiones, como denota el significativo aumento que mostró en este período el diferencial entre el euríbor a doce meses y el eurepo al mismo plazo. Así, aunque el primero descendió 8 pb en el tercer trimestre, hasta el 2,08 %, esta disminución fue mucho más moderada que la del coste de las operaciones con colateral al mismo plazo (eurepo), lo que aumentó el diferencial entre ambos hasta los 153 pb, el nivel más elevado desde finales de 2008. De este modo, las instituciones financieras recurrieron al Eurosistema y a los mercados interbancarios con garantía (y, en concreto, a transacciones frente a entidades de contrapartida central) para cubrir sus necesidades de liquidez en este período. Las medidas anunciadas por el BCE a principios de octubre (reactivación del programa de compra de bonos garantizados y reintroducción de subastas de liquidez a un año) contribuirán previsiblemente a suavizar el impacto de las tensiones en los mercados monetarios.

<sup>1</sup> El 26 de octubre de 2011.

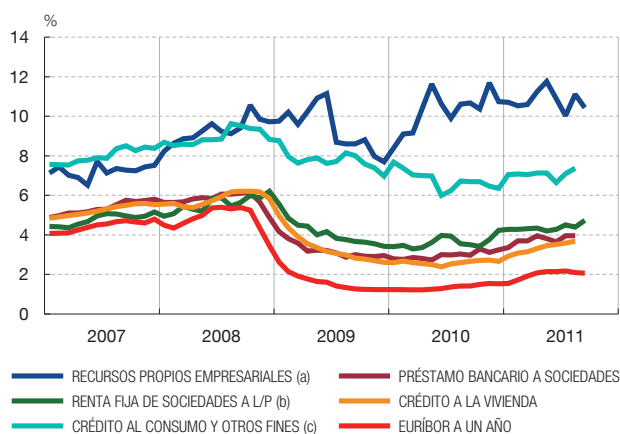
## ÍNDICES BURSÁTILES



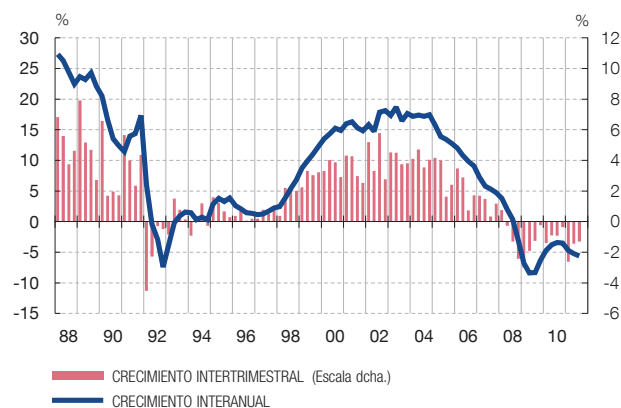
## DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



## COSTE DE FINANCIACIÓN



## PRECIO DEL METRO CUADRADO EN VIVIENDA TASADA (d)



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

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

En los mercados bursátiles, las cotizaciones descendieron y aumentó la volatilidad. En concreto, el IBEX 35 cayó un 17,5% en el tercer trimestre, retroceso inferior al del EUROSTOXX 50 (23,5%), pero mayor que el del S&P 500 (14,3%). No obstante, en octubre se ha apreciado una cierta recuperación del precio de las acciones en los principales mercados internacionales, de modo que las pérdidas acumuladas por el índice español en la parte transcurrida de 2011 se han reducido hasta el 10,4%, frente a unas minusvalías del 16,4% del europeo y del 1,2% del estadounidense.

En el mercado inmobiliario, el descenso del precio de la vivienda libre se prolongó durante el tercer trimestre de 2011, de acuerdo con los últimos datos publicados por el Ministerio de Fomento. Así, el ritmo de disminución interanual se situó en septiembre en el 5,6%, frente a una caída del 5,2% a finales del primer semestre. En términos intertrimestrales, el retroceso fue muy similar al de junio (1,3%). De este modo, el valor de mercado de este activo acumula una caída del 18% desde finales de 2007 (23%, en términos reales).

El coste de la financiación bancaria a empresas y familias aumentó moderadamente entre junio y agosto de 2011 (último dato disponible). El grueso de este ascenso recoge, en la mayoría de los segmentos, una elevación de los diferenciales aplicados por las entidades sobre las rentabilidades interbancarias de referencia, en un contexto de importantes dificultades y mayores costes de captación de fondos para las instituciones financieras en los mercados mayoristas. Durante el tercer trimestre (con información hasta septiembre) también se elevó el coste de las emisiones de renta fija de las empresas, mientras que el de las de renta variable descendió.

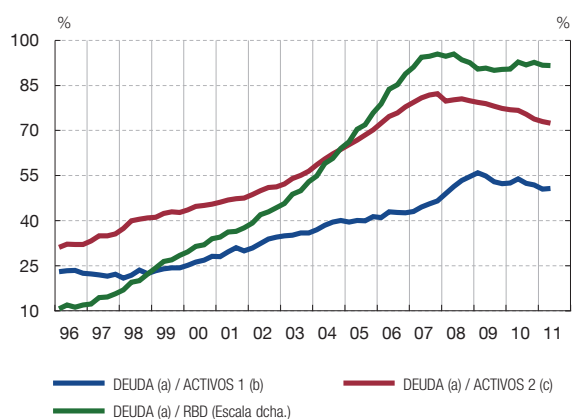
De acuerdo con los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) de octubre, el recrudecimiento de las tensiones financieras no se tradujo en un endurecimiento de los criterios de concesión de créditos a empresas, que se mantuvieron, en conjunto, estables por quinto trimestre consecutivo<sup>2</sup>. Tampoco variaron los aplicados en los préstamos a hogares para consumo y otros fines, mientras que en los destinados a la compra de vivienda las entidades reportan un ligero endurecimiento, idéntico al del julio. Por su parte, según esta misma encuesta, descendió la solicitud de financiación de las sociedades y las familias. De cara a los últimos meses del año, las entidades participantes anticipan una nueva reducción de las peticiones de fondos y un mantenimiento de las condiciones de concesión de créditos en todos los segmentos.

En este contexto, los últimos datos disponibles sobre la financiación del sector privado, correspondientes a agosto, muestran un ritmo de caída similar al de finales del segundo trimestre en el caso de los hogares y algo más acusado para las sociedades. En el primero de estos sectores, la contracción de los pasivos se mantuvo, en términos interanuales, en el 2 %, como resultado de escasas variaciones en el descenso tanto del crédito para consumo y otros fines como del destinado a la adquisición de vivienda. Por su parte, los recursos ajenos de las sociedades descendieron un 1,1 %, 0,4 pp más que en junio. Existen, no obstante, diferencias importantes por instrumentos. Así, en los préstamos procedentes de las entidades residentes se intensificó algo el ritmo de contracción, mientras que para el resto de la deuda (vía utilizada fundamentalmente por las grandes compañías) se continuó observando un comportamiento más expansivo. Los datos más recientes del crédito por finalidades, referidos al segundo trimestre de 2011, reflejan una desaceleración generalizada por ramas de actividad, que llevó a que en todas ellas se registrase una disminución del saldo vivo de la financiación bancaria, aunque con una intensidad desigual. La información provisional del mes de septiembre apunta a que la tasa de descenso interanual del crédito concedido por las instituciones financieras residentes a las familias se habría reducido algo, mientras que la del destinado a las empresas apenas habría variado.

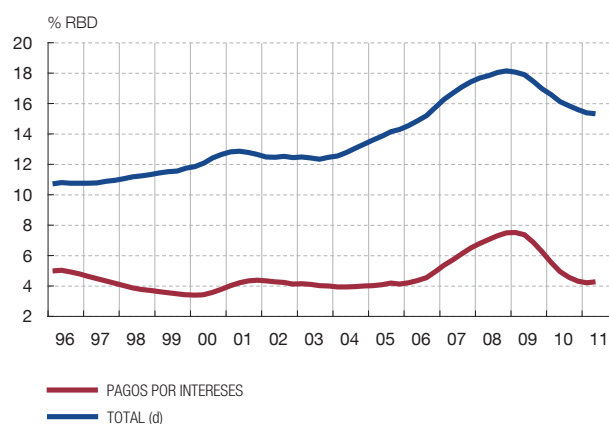
Como resultado del estancamiento que, en términos intertrimestrales, presentaron los pasivos y las rentas de las familias en el segundo trimestre del año, la ratio de endeudamiento sobre la renta bruta disponible (RBD) apenas varió (véase gráfico 24). Esta evolución, unida a la estabilidad del coste medio de las deudas, llevó a que el indicador de carga financiera se mantuviera en niveles similares a los de tres meses antes. Por su parte, la tasa de ahorro bruto y la capacidad de ahorro de los hogares una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de los préstamos habrían mantenido el perfil descendente que presentan desde principios de 2010. Ello fue compatible, no obstante, con un aumento de la capacidad de financiación del sector. La riqueza neta de estos agentes siguió reduciéndose en este período, como resultado, fundamentalmente, de la caída en su

<sup>2</sup> Para más detalle, véase el artículo «Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2011», de Maristela Mulino, en este mismo *Boletín Económico*.

## RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



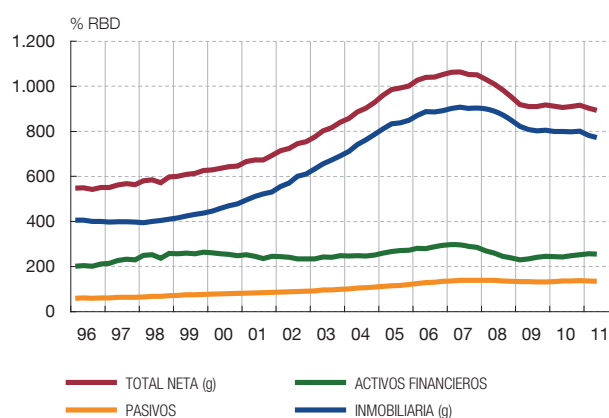
## CARGA FINANCIERA



## AHORRO



## RIQUEZA



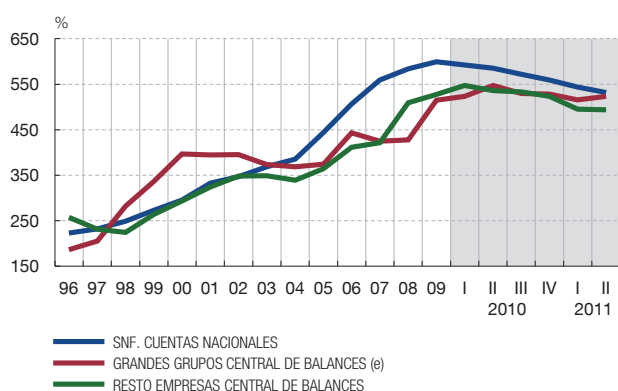
FUENTES: Ministerio de Vivienda, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

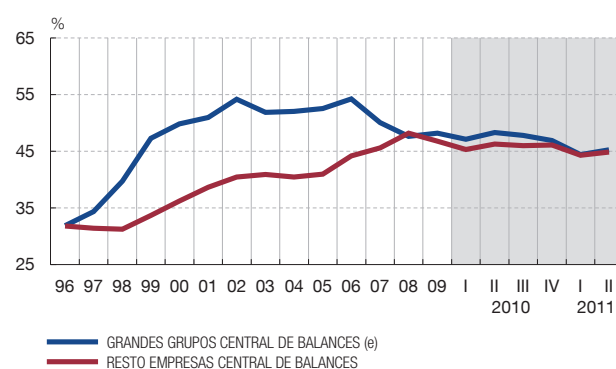
componente inmobiliario. La información provisional correspondiente al tercer trimestre apunta a que entre junio y septiembre se habría registrado una reducción moderada de la ratio de endeudamiento, la carga financiera y el valor del patrimonio de las familias.

En el caso de las sociedades, la contracción de los pasivos, unida al ascenso moderado de sus rentas permitió un nuevo descenso de la ratio de endeudamiento. Como resultado de esta evolución y del ligero incremento en el coste medio de financiación, la carga financiera se mantuvo estable durante este período (véase gráfico 25). En paralelo, se produjo un aumento de la capacidad de financiación de este sector. Para la muestra de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, el avance de los beneficios ordinarios en el primer semestre de 2011, menor que el registrado en los mismos meses de 2010, no fue suficiente para evitar una leve caída de la rentabilidad del activo, con respecto a 2010. De acuerdo con las expectativas de los analistas, el deterioro de los resultados empresariales de las compañías cotizadas continuaría durante los próximos doce meses (véase gráfico 26). La información

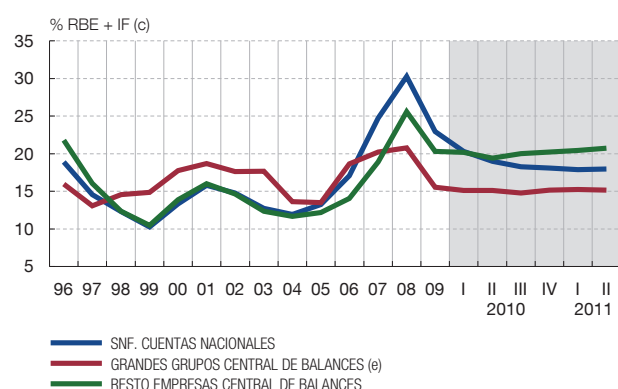
DEUDA (b) / REB + IF (c)



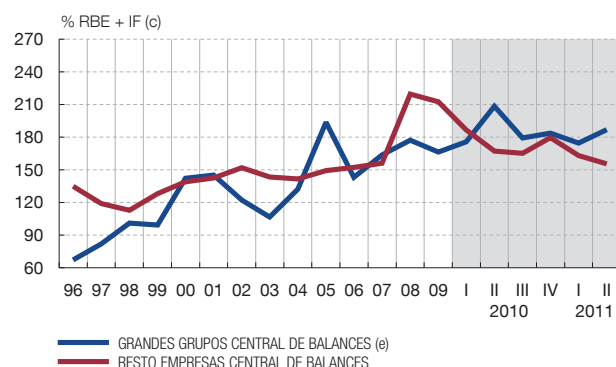
DEUDA (b) / ACTIVO (d)



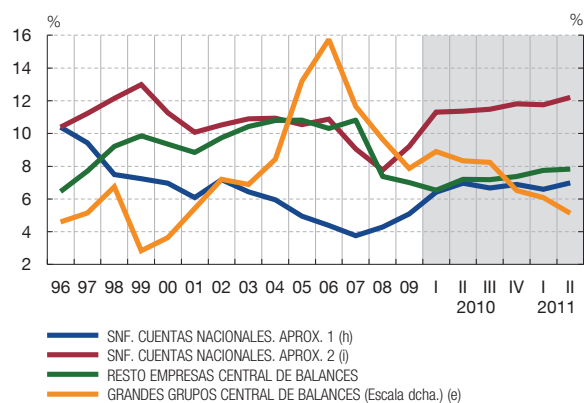
CARGA FINANCIERA POR INTERESES



CARGA FINANCIERA TOTAL (f)



RON / RECURSOS PROPIOS (g)



INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (j)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Los indicadores elaborados a partir de la muestra de Central de Balances se han construido hasta 2009 con la información de la CBA. Desde esa fecha en adelante, se han extrapolado a partir de la evolución de la CBT.
- b Recursos ajenos con coste.
- c Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- d Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- e Agregado de todas las empresas colaboradoras con la CB pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.
- f Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.
- g El RON, usando datos de Cuentas Nacionales, se define como EBE + intereses y dividendos recibidos – intereses pagados – consumo de capital fijo.
- h Recursos propios valorados a precios de mercado.
- i Recursos propios calculados acumulando flujos a partir del saldo del año 1996.
- j Indicadores estimados a partir de la CBA y la CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

Porcentaje del PIB

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

FUENTE: Banco de España.

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

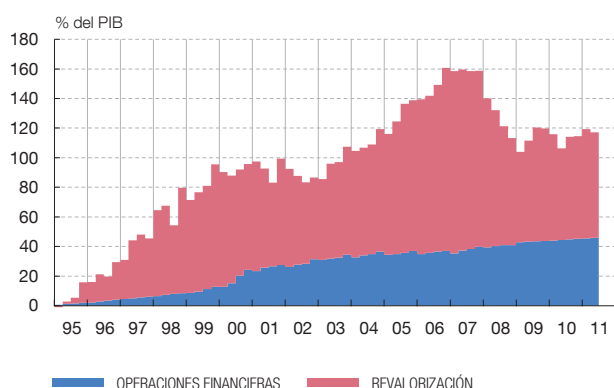
provisional correspondiente al tercer trimestre apunta a un nuevo retroceso de la ratio de endeudamiento del sector y a un ligero ascenso de la carga financiera asociada.

En el caso de las AAPP ha continuado la desaceleración de la deuda, aunque la tasa de expansión sigue siendo muy elevada (15,4 % en agosto, frente al 16,5 % de junio). El ascenso de la deuda pública, unido al débil avance del PIB, se ha reflejado en un nuevo aumento de la ratio de endeudamiento del sector, que se situó en junio en el 65 % del PIB, y ha supuesto también, junto con la ligera elevación del coste medio de financiación, un incremento de la carga financiera asociada, hasta el 2,3 % del PIB (véase gráfico 27).

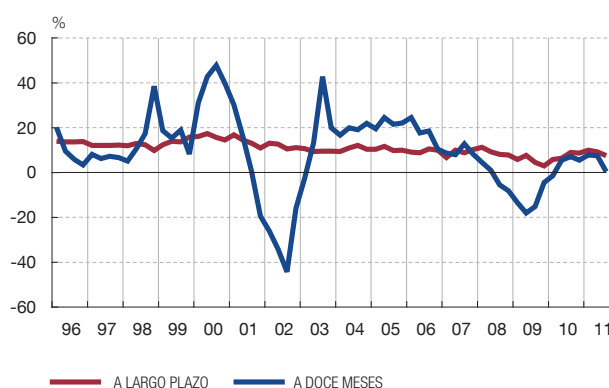
Por su parte, el volumen de créditos dudosos ha continuado aumentando. Esta evolución, junto con la reducción de la deuda concedida al conjunto de los otros sectores residentes, resultó en un ascenso de la ratio de dudosos, que alcanzó en agosto (último dato disponible) el 7,1 %, 0,45 pp más que en junio.

La información más reciente de las Cuentas Financieras, correspondiente a junio, recoge una nueva disminución de las necesidades de financiación de la nación, que supusieron el 3,5 % del PIB en términos acumulados de doce meses, 0,6 pp por debajo del nivel de marzo (véase cuadro 8). Por sectores, esta contracción resultó del aumento del ahorro neto de los hogares y las sociedades no financieras, que compensó el ligero descenso del saldo acreedor de las instituciones financieras, mientras que la posición deudora de las AAPP apenas varió. El grueso de los fondos captados del exterior en el segundo trimestre se canalizó a través de las entidades de crédito en el mercado interbancario. En contraposición, el saldo de las operaciones financieras netas de las AAPP frente al exterior pasó a ser acreedor como resultado, fundamentalmente, de la desinversión de los no residentes en valores de renta fija. Los recursos netos captados en el resto del mundo por los sectores distintos al Banco de España fueron insuficientes para cubrir las necesidades de financiación de la nación, por lo que el saldo que presentaron las operaciones financieras netas de este último frente al exterior fue nuevamente deudor, equivalente al 2 % del PIB. La información de la Balanza de Pagos de julio muestra que, en dicho mes, la financiación de nuestra economía se canalizó fundamentalmente a través de esta última vía, mientras que las entradas netas de capital realizadas a través de instrumentos emitidos por las instituciones financieras monetarias y las Administraciones Públicas fueron negativas.

VARIACIÓN ACUMULADA DEL PATRIMONIO NETO (a)



EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DE LOS BENEFICIOS DE LAS EMPRESAS COTIZADAS

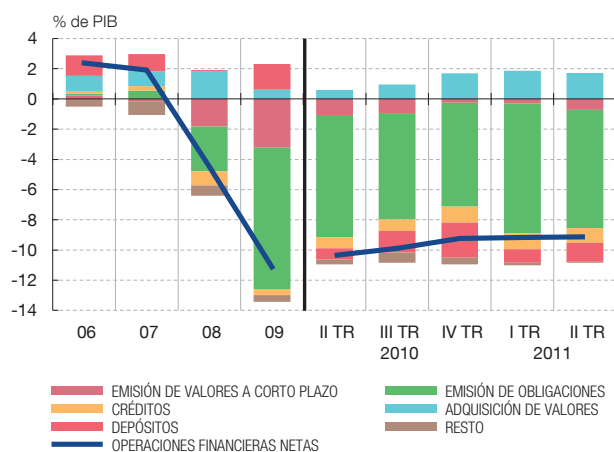


FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

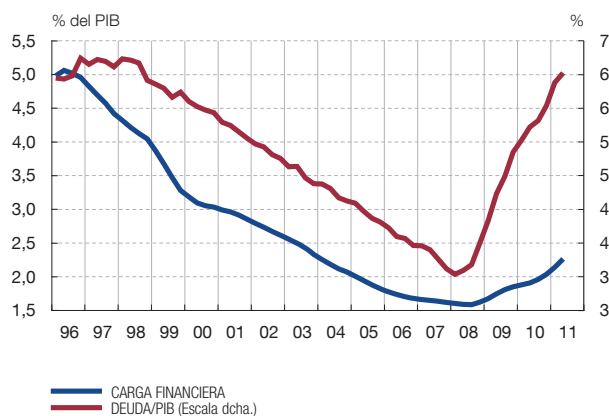
a Patrimonio neto aproximado por la valoración a precios de mercado de las acciones y otras participaciones emitidas por las sociedades no financieras.

ADMINISTRACIONES PÚBLICAS  
Datos acumulados de cuatro trimestres

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.

En resumen, durante el tercer trimestre de 2011 la evolución financiera en España ha estado marcada por la intensificación de las tensiones en los mercados financieros, lo que ha derivado en un deterioro importante de las condiciones de financiación mayorista a las que se enfrentan las entidades financieras. Por el momento, estos desarrollos parecen haber tenido un impacto moderado sobre la oferta de crédito, en un contexto de debilidad de la demanda (debida a perspectivas poco favorables sobre las rentas y a la necesidad de desapalancamiento de empresas y familias) y de criterios de partida de concesión de créditos muy estrictos, tras los sucesivos endurecimientos acumulados desde 2007 (véase recuadro 5). En cualquier caso, la persistencia por un período de tiempo prolongado de las dificultades en el acceso a los mercados mayoristas podría resultar en una acentuación en el ritmo de contracción del crédito.

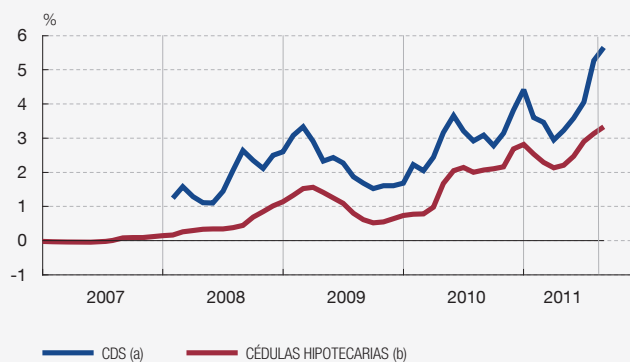


Desde el inicio de la crisis de la deuda soberana en Europa (en la primavera de 2010), la prima que deben pagar las entidades de crédito (ECA) españolas para financiarse en los mercados mayoristas de financiación se ha elevado sustancialmente, superando claramente los niveles alcanzados en los meses posteriores a la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008 (véase panel 1 del gráfico adjunto). De hecho, en determinados momentos, las posibilidades de obtener fondos en el mercado con unas condiciones asumibles se vieron notablemente limitadas para la totalidad o una gran parte de las entidades. Así, en el panel 2 del mismo gráfico puede verse cómo en varios episodios las emisiones netas de las ECA españolas fueron negativas: tras la quiebra de Lehman Brothers; en mayo-junio de 2010 con la primera crisis griega; en

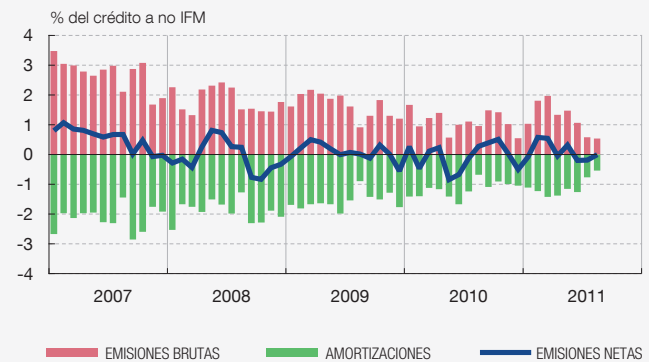
noviembre-diciembre de ese mismo año con la crisis irlandesa, y en los últimos meses con el recrudecimiento de las tensiones en los mercados de deuda soberana del área del euro.

A pesar de ello y de la relevancia que ha alcanzado en los últimos años la financiación mayorista en el negocio de las ECA españolas, la evidencia disponible apunta a que los efectos sobre el volumen y el coste del crédito habrían sido, hasta ahora, moderados. Así, si bien recientemente el ritmo de avance de los fondos concedidos a los hogares y a las sociedades ha tendido a reducirse, de acuerdo con las ecuaciones disponibles en el Banco de España, dicha evolución no difiere significativamente de la que se derivaría del comportamiento observado en las variables fundamentales que históri-

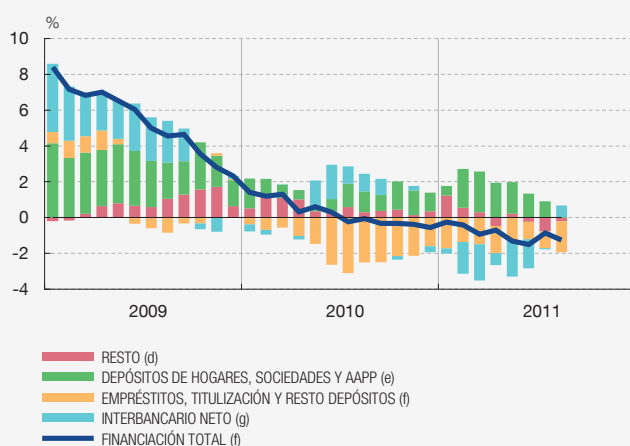
1 PRIMA DE LOS CDS Y DIFERENCIAL DE LAS CÉDULAS HIPOTECARIAS



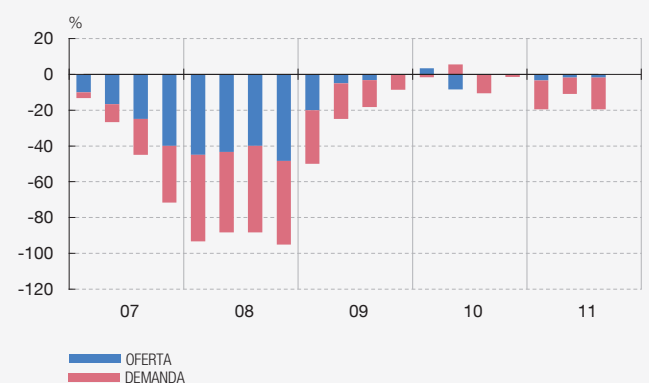
2 VALORES DE RENTA FIJA DE ENTIDADES DE CRÉDITO (c)



3 FINANCIACIÓN DE LOS FONDOS CONCEDIDOS A NO IFM. ECA  
Contribuciones al crecimiento interanual (T1,12)



4 ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS. VARIACIÓN DE LA OFERTA  
Y DE LA DEMANDA DE PRÉSTAMOS EN ESPAÑA (h)



FUENTES: Datastream y Banco de España.

- a CDS a cinco años. Promedio de siete entidades.
- b *Asset swap spread* medio a tres-cinco años.
- c Incluye emisiones de filiales residentes. No incluye emisiones de subordinadas y preferentes.
- d Fondos propios netos de efectivo, renta variable, inmovilizado y otros activos y pasivos.
- e Residentes en España.
- f Incluye titulizaciones fuera de balance.
- g Pasivo menos activo frente a IFM, incluyendo Banco de España. Incluye el neto de las operaciones con entidades de contrapartida central.
- h Valores negativos indican una disminución neta de la oferta o de la demanda. Los indicadores presentados se calculan como el promedio (para los préstamos a sociedades, a hogares para adquisición de vivienda y a hogares para consumo y otros fines) del porcentaje neto de entidades que relajaron sus criterios de aprobación en el trimestre (oferta) y el porcentaje neto de entidades que indicaron un incremento en la demanda (demanda), ponderando las variaciones considerables por 1 y «ciertas variaciones» por 1/2.

camente han determinado su crecimiento (entre las que no se incluye explícitamente ninguna que recoja la existencia de estas tensiones). Por su parte, los tipos de interés aplicados han tendido a incrementarse ligeramente más de lo que se deduciría de su patrón histórico de comportamiento, pero, nuevamente, las desviaciones habrían sido pequeñas. Asimismo, según las contestaciones de las entidades españolas participantes en la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), desde mediados de 2010 no se habrían producido variaciones significativas en los criterios de aprobación de nuevos préstamos (véase panel 4 del gráfico adjunto).

Los factores que podrían explicar estos efectos moderados de las tensiones financieras sobre el crédito bancario en España tienen que ver, fundamentalmente, con la existencia de colchones y fuentes de financiación alternativas por parte de las ECA. Así, en primer lugar, cabe destacar el hecho de que el plazo de vencimiento medio de los valores en circulación emitidos por estas, antes de la crisis, era relativamente alto, lo que habría contribuido a que las amortizaciones mensuales a las que han tenido que ir haciendo frente las entidades no fueran muy abultadas. Por otro lado, a pesar de las tensiones, no ha dejado de haber cierto volumen de emisiones, de modo que, aunque la contribución de los recursos mayoristas (empréstitos, titulizaciones y otros depósitos) al crecimiento de la financiación de los fondos concedidos a no IFM viene siendo negativa desde principios de 2010 (véase panel 3 del gráfico adjunto), dicha contribución negativa no ha superado en ningún momento los 3 pp, en términos interanuales. Estas caídas fueron parcialmente compensadas por el crecimiento de los depósitos de la clientela residente, que, aunque no muy elevado, permaneció en valores positivos, desde diciembre de 2009, impulsado principalmente por los de los hogares (que suponen más de un 70 % del total). Puntualmente, en los momentos de mayor tensión, el recurso a la pignoración de los activos líquidos disponibles, como garantía de operaciones en el mercado interbancario (bien sea con el banco central o con otras entidades), habría contribuido también en cierto modo a compensar las emisiones netas negativas de valores. Por último, hay que tener en cuenta, además, que durante este período, en un contexto de atonía económica y necesidades de despalancamiento del sector privado, la demanda de fondos de los hogares y las familias ha presentado un escaso dinamismo, limitando por esta vía el posible efecto contractivo de las tensiones sobre el crédito, como ponen de manifiesto las contestaciones de las entidades españolas a la EPB (véase panel 4 del gráfico adjunto).

En cualquier caso, incluso teniendo en cuenta la elevada vida media de los valores en circulación y la atonía de la demanda de crédito, el mantenimiento prolongado de una situación de dificultades para la obtención de fondos en los mercados, por parte de las entidades, tendería a agotar los márgenes disponibles para contrarrestar estos efectos. Por un lado, la posibilidad de un mayor crecimiento de los depósitos de la clientela —o la colocación entre esta de valores negociables— se encuentra limitada por el ahorro de los hogares y sociedades españolas y el alcance de los posibles desplazamientos entre activos, dentro de las carteras de esos mismos agentes. En este sentido, en los últimos ocho trimestres hasta el segundo de 2011, las familias españolas ya dedicaron un 70 % (60 %) de su ahorro bruto (neto) a la adquisición de depósitos de ECA, mientras que los fondos de inversión, principal activo alternativo, habrían visto reducido su patrimonio en un 45 % desde sus valores máximos de junio de 2007. Por tanto, una aceleración significativa en el ritmo de captación de nuevos fondos por esta vía resulta complicada e implicaría sin duda un encarecimiento de los mismos.

Por otro lado, el volumen de activos líquidos disponibles para su venta u oferta como colateral de préstamos, en julio de 2011, se estima en torno al 9 % del balance total de las ECA, cifra claramente superior a la media de los años 2005-2007 (5,6 %), pero que recoge ya un descenso desde el máximo del 11,7 % alcanzado en marzo del año en curso. Ahora bien, la opción de la venta de estos activos para obtener liquidez podría no ser factible (sin asumir pérdidas elevadas) para una parte importante de los mismos. La alternativa de utilizarlos como garantía para obtener fondos en el mercado interbancario, en un entorno de desconfianza y de dificultades de acceso a la financiación mayorista, conlleva un riesgo de tipo de interés y de refinanciación, que, dadas las cantidades consideradas, resulta no despreciable.

En definitiva, si bien las tensiones en los mercados de deuda soberana del área del euro no parecen haberse traducido, hasta ahora, en un endurecimiento significativo adicional de la oferta de crédito por parte de las entidades españolas, el mantenimiento prolongado de la situación actual tendería a agotar los márgenes de actuación de estas para contrarrestar estos efectos. Si bien las medidas recientes de apoyo a la liquidez adoptadas por el Euro-sistema constituyen una ayuda importante, un escenario de tensiones continuadas se terminaría traduciendo en una acentuación en el ritmo de contracción del crédito.

## 5.2 El sector hogares

Entre junio y agosto, el coste de la financiación bancaria a los hogares aumentó, tanto en el caso de los créditos destinados a la compra de inmuebles (15 pb) como en el de los créditos de consumo y otros fines (74 pb; véase gráfico 23). Para estos últimos, los criterios de concesión de préstamos se habrían mantenido estables en el tercer trimestre de 2011, de acuerdo con la EPB de octubre, mientras que para los primeros las entidades reportan un ligero endurecimiento, idéntico al de julio. Los mayores costes de financiación y la menor disponibilidad de fondos para prestar volvieron a ser los principales factores que frenaron la oferta en este segmento. Según esta encuesta, durante el mismo período disminuyó la solicitud de financiación en ambas finalidades, aunque de forma más acusada en el caso de los préstamos para vivienda, con una contracción que habría sido más intensa que en el segundo trimestre. De cara a los últimos meses del año, las entidades participantes anticipan una nueva reducción de las peticiones de fondos y un mantenimiento de las condiciones de concesión de créditos en ambos casos.

En este contexto, la deuda de las familias volvió a descender. En agosto (último dato disponible), el retroceso se mantuvo, en términos interanuales, en el 2 %, como resultado de escasas variaciones en la contracción tanto del crédito para consumo y otros fines como del destinado a la adquisición de vivienda, que cayeron un 5 % y un 1,1 %, respectivamente. Para ambos componentes, la variación intertrimestral anualizada evidencia caídas más pronunciadas, pero algo inferiores a las de junio.

Como resultado del estancamiento de las rentas y los pasivos, el endeudamiento de los hogares se mantuvo durante el segundo trimestre de 2011 en torno a los mismos niveles de marzo (véase gráfico 24). Esta evolución, unida a la estabilidad del coste medio de las deudas, permitió que la ratio de carga financiera apenas variase. Por su parte, la tasa de ahorro bruto y la capacidad de ahorro de estos agentes una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de los préstamos habrían mantenido el perfil descendente que presentan desde principios de 2010. No obstante, la capacidad de financiación del sector aumentó 0,3 pp entre marzo y junio, hasta situarse en el 3,5 % del PIB. La riqueza neta de las familias se redujo nuevamente en este período, como resultado, fundamentalmente, del descenso en el valor de su componente inmobiliario.

De acuerdo con la información más reciente de Cuentas Financieras, la inversión de los hogares en activos financieros descendió 1,8 pp entre marzo y junio, hasta el 1,7 % del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres (véase cuadro 9). Por instrumentos, la materializada en valores de renta fija registró la mayor caída y pasó a mostrar un flujo negativo, del 0,6 % del PIB. Las familias redujeron también, a lo largo de los últimos doce meses, sus tenencias de acciones y participaciones en fondos de inversión, si bien en el caso de estos últimos la desinversión fue algo más moderada que en el trimestre previo. En contraposición, el saldo de los depósitos a plazo del sector volvió a aumentar, en línea con lo ocurrido tres meses antes.

Por último, en el segundo trimestre no se observaron grandes cambios en las ratios de dudosos del sector, que se situaron en el 2,52 % en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda y en el 6,43 % en los destinados a consumo y otros fines.

## 5.3 El sector de sociedades no financieras

Entre junio y agosto de 2011, los tipos de interés de la financiación bancaria de las sociedades aumentaron 6 pb y 28 pb, según fueran operaciones de menos o más de un millón de euros, respectivamente. Este ascenso recoge, fundamentalmente, una elevación de los diferenciales aplicados por las instituciones financieras sobre las rentabilidades interbancarias de referencia. En línea con esta evolución, las entidades indicaban en la última EPB

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

CUADRO 9

Porcentaje del PIB

	2007	2008	2009	2010		2011	
				IV TR	I TR	II TR	
<b>HOGARES E ISFLSH</b>							
Operaciones financieras (activos)	7,2	2,5	4,6	3,8	3,4	1,7	
Medios de pago	-1,1	-0,4	4,2	-0,1	0,0	-0,3	
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	7,5	6,8	-1,3	3,2	3,3	2,3	
Acciones y otras participaciones (b)	0,6	-0,2	1,3	0,5	0,4	-0,3	
Fondos de inversión	-1,1	-3,4	0,0	-1,7	-1,5	-1,3	
Reservas técnicas de seguros	0,9	0,2	0,9	0,7	0,7	0,9	
<i>De las cuales:</i>							
<i>De vida</i>	0,2	-0,2	0,6	0,3	0,4	0,5	
<i>De jubilación</i>	0,4	0,3	0,3	0,4	0,2	0,4	
Resto	0,3	-0,4	-0,4	1,3	0,7	0,4	
Operaciones financieras (pasivos)	9,1	2,3	-1,2	0,8	0,2	-1,9	
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	9,4	3,4	-0,5	0,0	-0,5	-1,6	
Créditos para adquisición de vivienda (c)	7,1	2,7	0,1	0,5	-0,1	-0,7	
Créditos para consumo y otros fines (c)	2,1	0,8	-0,4	-0,3	-0,4	-1,0	
Resto	-0,3	-1,1	-0,7	0,7	0,7	-0,2	
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS:</b>							
Operaciones financieras (activos)	13,4	1,7	-8,3	7,0	6,0	4,1	
Medios de pago	-0,4	-1,1	-0,3	-0,1	0,4	-0,5	
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	2,0	2,3	-0,6	1,3	1,8	2,0	
Acciones y otras participaciones	8,1	2,9	-0,4	2,6	2,6	1,5	
<i>De las cuales:</i>							
<i>Frente al resto del mundo</i>	6,6	3,1	0,3	2,2	2,4	2,0	
Crédito comercial e interempresas	2,1	-3,2	-7,3	3,1	1,0	0,3	
Resto	1,5	0,7	0,3	0,0	0,2	0,8	
Operaciones financieras (pasivos)	24,9	8,4	-7,6	5,7	4,9	2,8	
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	13,8	5,5	-3,0	-0,9	-1,4	-2,4	
Préstamos exteriores	2,8	3,0	-0,1	0,7	1,2	1,2	
Valores de renta fija (d)	0,5	0,3	1,3	0,7	0,6	0,6	
Acciones y otras participaciones	5,3	2,3	1,6	1,8	2,6	2,6	
Crédito comercial e interempresas	3,3	-3,3	-7,0	3,3	1,1	0,3	
Resto	-0,8	0,6	-0,5	0,1	0,9	0,4	
<b>PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%)</b>							
Financiación (e)	15,4	6,6	-0,8	0,6	0,1	-1,2	
Hogares e ISFLSH	12,5	4,4	-0,3	0,2	-0,5	-2,0	
Sociedades no financieras	17,7	8,2	-1,2	0,9	0,4	-0,7	

FUENTE: Banco de España.

**a** No incorpora los intereses devengados no pagados, que se contabilizan en el resto.

**b** Excluye los fondos de inversión.

**c** Incluye los créditos titulizados fuera de balance.

**d** Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

**e** Definida como la suma de crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.

(de octubre de 2011) que en el tercer trimestre del año habían incrementado ligeramente los márgenes aplicados a los nuevos créditos concedidos a este sector, si bien los criterios de aprobación se mantuvieron estables. Según esta encuesta, la solicitud de financiación bancaria por parte de las empresas descendió durante estos meses. Asimismo, durante este trimestre también se elevó el coste de las emisiones de renta fija a corto y largo plazo (20 pb y 46 pb, respectivamente), mientras que el de las de renta variable descendió 45 pb.

Durante el tercer trimestre se acentuó el ritmo de contracción de la deuda de las sociedades, que se situó en agosto, en términos interanuales, en el 1,1 %, 0,4 pp superior al de

junio. Existen, no obstante, diferencias importantes por instrumentos. Así, la tasa de caída interanual de los préstamos de las entidades residentes se intensificó, hasta alcanzar el 3,4 %, frente al 2,7 % de finales del primer semestre, si bien la disminución en términos intertrimestrales se moderó ligeramente. Por el contrario, para los valores de renta fija y los préstamos del exterior (vías utilizadas fundamentalmente por las empresas de mayor dimensión) se ha continuado observando un comportamiento más expansivo. La información más reciente del crédito por finalidades, referida al segundo trimestre de 2011, refleja una desaceleración generalizada por ramas de actividad, que llevó a que en todas ellas se registrase una contracción del saldo vivo de la financiación bancaria. De nuevo, el retroceso interanual fue especialmente acusado en la construcción (15 %) y en los servicios inmobiliarios (4,2 %), y comparativamente más moderado en el resto de servicios (0,4 %). En la industria alcanzó el 3,9 %, frente al 2,4 % de marzo.

De acuerdo con la información de las Cuentas Financieras, el saldo acreedor de las operaciones financieras netas del sector empresarial aumentó ligeramente en el segundo trimestre de 2011, hasta alcanzar el 1,3 % del PIB en términos acumulados de doce meses, 0,3 pp más que en marzo. Este ascenso fue similar al que presentó la brecha de financiación, indicador que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto de las empresas y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente, que presentó un saldo negativo equivalente al 1,1 % del PIB, frente al -1,5 % de los tres primeros meses del año.

La contención de la deuda de sociedades, unida a la mejoría de los excedentes empresariales que recoge la Contabilidad Nacional para el segundo trimestre de 2011, permitió que la ratio de endeudamiento del sector volviera a disminuir, de modo que acumula una caída algo superior al 10 % desde el máximo que alcanzó en 2009. Como resultado de esta evolución y del ligero ascenso en el coste medio de financiación, la carga financiera se mantuvo estable durante este período (véase gráfico 25). Asimismo, la mejoría en las rentas permitió que la rentabilidad de los recursos propios aumentase. Para la muestra de sociedades colaboradoras con la CBT, entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, se observa, con los datos disponibles para el primer semestre de 2011, que el resultado económico bruto (REB) descendió entre enero y junio un 1,6 % con respecto al mismo período de 2010. A pesar de esta caída del REB, el notable crecimiento de los ingresos financieros permitió que el resultado ordinario neto de estas sociedades aumentase durante este período, pero menos que en los mismos meses de 2010 (3,5 %, frente a un 8 % en 2010), y no evitó la reducción de la rentabilidad del activo en tres décimas con respecto a 2010, hasta el 5 %. Esta caída afectó a todos los sectores, y especialmente a aquellos en los que el retroceso de la actividad productiva fue más acusado, como el de comercio y hostelería o el de información y comunicaciones. En términos acumulados de doce meses, las rentas se mantuvieron en niveles similares a los de marzo, así como también los pasivos, por lo que la ratio de endeudamiento de estas sociedades apenas varió en el segundo trimestre. Esta evolución, unida al incremento de los tipos de interés, resultó en una ligera elevación de la carga financiera. A pesar de ello, el indicador sintético de presión financiera sobre la inversión no mostró variaciones significativas, mientras que el del empleo descendió ligeramente. De cara a los próximos trimestres, los analistas revisaron a la baja las expectativas de crecimiento a largo plazo de los beneficios de las sociedades cotizadas, y sobre todo las referidas al corto plazo (véase gráfico 26).

La ratio de morosidad de las sociedades no financieras continuó creciendo en el segundo trimestre de 2011, y con mayor intensidad en los créditos a las empresas dedicadas a la

construcción y los servicios inmobiliarios (cuya ratio se incrementó 2,3 pp, hasta el 17%) que en los del resto de sociedades (para los que aumentó en 0,3 pb, hasta el 4,4%).

#### 5.4 Las Administraciones Públicas

Según las Cuentas Financieras, en el segundo trimestre de 2011 las necesidades de financiación de las AAPP apenas variaron, situándose, en términos acumulados anuales, en el 9,1 % del PIB, 0,1 pp menos que en marzo (véase cuadro 8). Una vez más, la principal vía de obtención de recursos fue la emisión de bonos y obligaciones, canal por el que obtuvieron fondos equivalentes al 7,8 % del PIB, 0,8 pp menos que en marzo (véase gráfico 27). Los créditos y los valores de renta fija a corto plazo aportaron otro 1,7 % del PIB (0,3 pp más que en el primer trimestre), mientras que, por el lado del activo, descendieron ligeramente las adquisiciones netas de valores, hasta el 1,7 % del PIB, y se redujo el saldo de depósitos por un importe equivalente al 1,3 % del PIB. Por sectores, fueron las instituciones financieras residentes las que en este trimestre adquirieron un mayor volumen de títulos emitidos por las AAPP, mientras que el resto del mundo redujo sus tenencias de este tipo de activos.

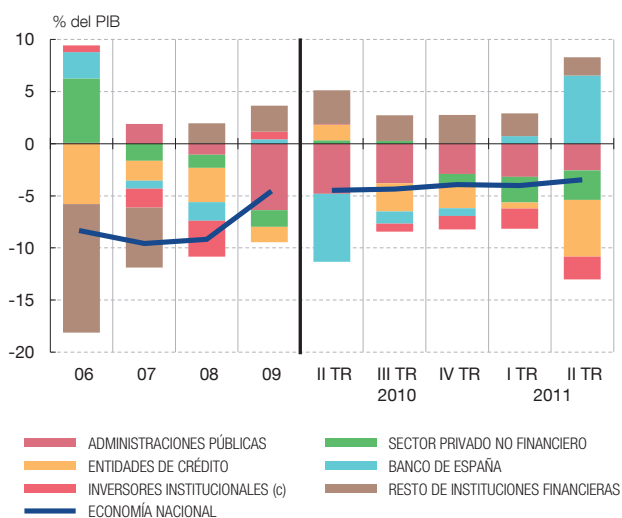
El ritmo de crecimiento de la deuda de las AAPP sigue siendo elevado (15,4 % en agosto), si bien se ha moderado nuevamente (1,1 pp menos que en junio). El aumento de los pasivos, unido al débil avance del PIB, se ha reflejado en un nuevo ascenso de la ratio de endeudamiento del sector, que alcanzó el 65 % del PIB a finales del primer semestre de 2011, 1,4 pp más que en marzo. Esta evolución, junto con la ligera elevación del coste medio de financiación, se ha traducido en un incremento de la carga financiera asociada, que se situó en el 2,3 % del PIB.

#### 5.5 La posición financiera frente al exterior

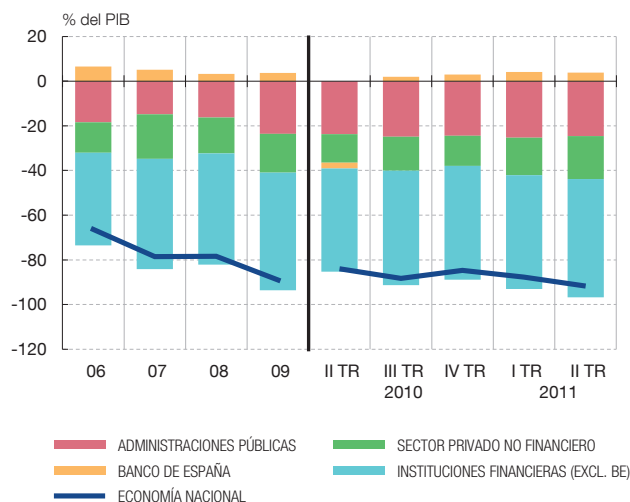
Las necesidades de financiación de la nación se han vuelto a reducir en el segundo trimestre de 2011, situándose en el 3,5 % del PIB, en términos acumulados de doce meses, cifra 0,6 pp inferior a la registrada en marzo, según las Cuentas Financieras (véase cuadro 8). Este descenso se debió al aumento del ahorro neto de los hogares y las sociedades no financieras, que compensó el ligero retroceso del saldo acreedor de las instituciones financieras, mientras que la posición deudora de las AAPP apenas varió.

El detalle sectorial de las operaciones financieras frente al resto del mundo muestra que, entre marzo y junio de 2011, el grueso de financiación exterior se canalizó a través de las entidades de crédito, por un volumen neto equivalente al 5,4 % del PIB (cifra similar a la del conjunto de los últimos doce meses; véase gráfico 28), lo que supone un incremento en comparación con tres meses antes. También se incrementaron las entradas de capital asociadas a la actividad de los inversores institucionales, que siguieron reduciendo sus tenencias de activos foráneos. Por el contrario, para el resto de sectores se observó un descenso de estos flujos, que fue especialmente acusado en el caso de las AAPP. Los recursos netos obtenidos en el extranjero por los agentes distintos al Banco de España fueron insuficientes para cubrir las necesidades de financiación de la nación, por lo que el saldo que presentaron las operaciones financieras netas de este último frente al exterior fue nuevamente deudor, equivalente al 2 % del PIB. La información de la Balanza de Pagos de julio muestra que, en dicho mes, la financiación de nuestra economía se cubrió principalmente a través de esta última vía y, en menor medida, mediante la captación neta de fondos en el resto del mundo por parte de los «otros sectores residentes» (que incluyen a hogares, sociedades no financieras e instituciones financieras no monetarias), mientras que, en contraposición, el flujo neto de recursos obtenido por las instituciones financieras monetarias y por las AAPP fue negativo, fundamentalmente por la desinversión de los no residentes en bonos y obligaciones emitidos por estos sectores.

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (b)



ACTIVOS FINANCIEROS NETOS



FUENTE: Banco de España.

a Para operaciones, datos acumulados de cuatro trimestres. Para saldos, datos de final de período. No incluyen activos y pasivos sin sectorizar.

b Un signo negativo (positivo) indica que el resto del mundo otorga (recibe) financiación al (del) sector contrapartida.

c Empresas de seguro e instituciones de inversión colectiva.

El detalle por instrumentos muestra que el grueso de las entradas de capital se canalizó, entre marzo y junio, a través del mercado interbancario (incluyendo las operaciones frente a entidades de contrapartida central), que, en términos netos, permitió captar a las entidades de crédito fondos por una cuantía equivalente al 15,5 % del PIB (y un 6,2 % del PIB, en términos acumulados de doce meses; véase cuadro 10). En contraposición, el flujo asociado a los valores de renta fija presentó un importante retroceso, y pasó a ser negativo, por importe equivalente al 7,8 % del PIB (en términos acumulados de cuatro trimestres fue, no obstante, ligeramente positivo, 0,1 % del PIB). La desinversión de los no residentes en títulos emitidos por los agentes nacionales afectó a todos los sectores. También descendió la captación de recursos instrumentada a través de acciones y otras participaciones, que presentó un signo negativo, y la inversión directa del exterior en España, aunque en el período de julio 2010-junio 2011 esta última aumentó hasta alcanzar el 2,4 % del PIB, 0,3 pp más que en marzo.

Las salidas de capital se incrementaron en el segundo trimestre de 2011, hasta alcanzar el 5,6 % del PIB (1,7 %, en términos acumulados de cuatro trimestres). Por instrumentos, se observó, nuevamente, una desinversión de los residentes en valores de renta fija emitidos por el resto del mundo, aunque inferior a la de los tres primeros meses del año, un aumento del saldo de préstamos al exterior y un descenso de las adquisiciones netas de acciones y otras participaciones. También se redujo la inversión directa de España en el exterior, que se situó en el 3 % del PIB, aunque en el período de julio 2010-junio 2011 aumentó 0,6 pp, hasta el 3,5 % del PIB.

Como consecuencia de la evolución de las entradas y salidas de capital y de las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, el valor de los pasivos netos acumulados por la economía española frente al resto del mundo equivalía al 91,7 % del PIB en el segundo trimestre de 2011, 4 pp más que en marzo (véase gráfico 28). Este incremento fue debido al aumento en 5,8 pp del saldo deudor del sector privado no financiero y de las

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

CUADRO 10

Porcentaje del PIB

	2007	2008	2009	2010		2011	
				IV TR	I TR	II TR	
<b>OPERACIONES FINANCIERAS NETAS</b>	-9,6	-9,2	-4,7	-3,9	-4,0	-3,5	
Operaciones financieras (activos)	14,1	0,7	-0,2	-3,4	-1,2	1,7	
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Efectivo y depósitos	1,4	-1,3	-3,2	-1,4	0,7	0,5	
<i>De los cuales:</i>							
<i>Interbancario Entidades de crédito</i>	4,2	-0,5	-1,7	-1,3	0,5	0,2	
Valores distintos de acciones	1,6	1,3	0,0	-6,9	-7,1	-4,7	
<i>De los cuales:</i>							
<i>Entidades de crédito</i>	1,8	1,5	1,2	-3,0	-2,4	-0,4	
<i>Inversores institucionales</i>	0,0	-1,3	-0,5	-2,8	-3,2	-2,7	
Acciones y otras participaciones	8,8	1,7	1,5	2,4	3,0	3,1	
<i>De las cuales:</i>							
<i>Sociedades no financieras</i>	6,6	3,1	0,3	2,2	2,4	2,0	
<i>Inversores institucionales</i>	-1,1	-1,8	0,0	1,2	0,8	0,4	
Préstamos	1,2	0,8	0,2	0,3	0,4	1,1	
Operaciones financieras (pasivos)	23,7	9,9	4,5	0,5	2,8	5,2	
Depósitos	6,7	8,0	-0,5	-0,5	-1,3	0,7	
<i>De los cuales:</i>							
<i>Interbancario Entidades de crédito (a)</i>	6,7	6,2	0,7	-7,3	-7,7	-1,7	
<i>Cesiones temporales Entidades de crédito (b)</i>	0,1	0,2	0,1	5,7	6,1	8,2	
<i>Interbancario BE (posición intrasistema)</i>	-0,3	1,9	-0,8	0,2	-1,1	-6,5	
Valores distintos de acciones	8,1	-2,7	3,7	-1,7	-0,4	0,1	
<i>De los cuales:</i>							
<i>Administraciones Públicas</i>	-1,3	1,1	5,2	2,1	2,7	2,3	
<i>Entidades de crédito</i>	3,6	-1,9	1,1	-1,3	-1,0	-0,5	
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	5,8	-1,9	-2,5	-2,5	-2,1	-1,7	
Acciones y otras participaciones	4,6	3,2	1,0	0,9	2,4	2,3	
<i>De las cuales:</i>							
<i>Sociedades no financieras</i>	4,7	2,4	0,3	1,3	2,4	2,3	
Préstamos	3,1	2,9	0,3	1,2	1,5	1,6	
Otros neto (c)	0,2	0,2	-1,4	-1,6	-1,3	-1,3	
<b>PRO MEMORIA:</b>							
Inversión directa de España en el exterior	9,5	4,7	0,7	1,5	2,9	3,5	
Inversión directa del exterior en España	4,5	4,8	0,6	1,7	2,1	2,4	

FUENTE: Banco de España.

a Incluye operaciones *repo* bilaterales.

b Incluye las operaciones con cámaras de contrapartida central.

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

instituciones financieras (excluido el Banco de España) frente a los no residentes, que compensó la reducción del endeudamiento exterior neto de las AAPP. Por su parte, la posición acreedora del Banco de España frente al resto del mundo se redujo ligeramente.

28.10.2011.





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

En este artículo se presentan los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) de octubre de 2011, correspondientes a las diez instituciones españolas que participan en la misma, y se comparan con los relativos al conjunto del área del euro<sup>1</sup>. En esta ocasión, la Encuesta contiene información sobre la evolución de las condiciones de oferta y demanda de crédito en el tercer trimestre de 2011, así como sobre las perspectivas de los encuestados para los tres meses siguientes. Con respecto a las ediciones anteriores, se mantiene una única pregunta ad hoc, referida a las dificultades de acceso a los mercados mayoristas de financiación.

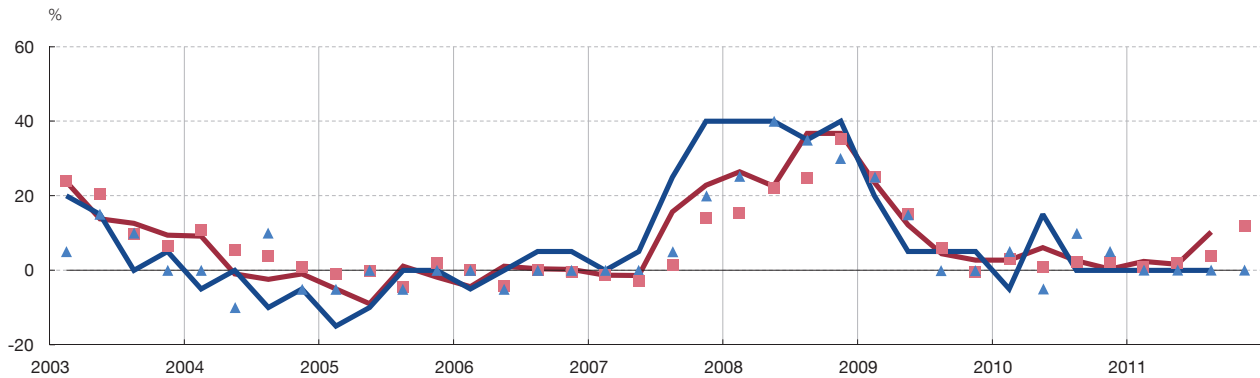
Durante el tercer trimestre del año, los criterios de aprobación de créditos en España permanecieron prácticamente sin cambios (solo se registró un ligero descenso de la oferta en los préstamos destinados a la compra de vivienda), en contraste con el endurecimiento observado de los mismos para el conjunto del área del euro, tanto a hogares como a sociedades (véase gráfico 1). Debe tenerse en cuenta, no obstante, que las condiciones de partida no son del todo comparables, ya que en nuestro país el endurecimiento acumulado a lo largo de la crisis ha sido más acusado. Las solicitudes de financiación en España siguieron, en cambio, una pauta similar a la que se produjo en la UEM, observándose en ambas zonas una disminución generalizada, de mayor intensidad en las destinadas a la compra de inmuebles y más moderada en las procedentes de las empresas (véase gráfico 2). En el caso de las sociedades, esto ocurría por primera vez desde el verano de 2010, mientras que en el de los hogares la caída suponía una continuación de lo sucedido en trimestres precedentes, aunque de forma más marcada. La dispersión de las respuestas fue muy reducida, en general, siendo algo mayor en lo relativo a la evolución de los préstamos para adquisición de vivienda (véase gráfico 3).

En cuanto a las condiciones de acceso a la financiación mayorista, los encuestados, tanto en España como en la zona del euro, señalaron un deterioro significativo en todos los mercados considerados, en línea con las tensiones registradas en los mismos durante los meses del verano. No obstante, de acuerdo con las respuestas recibidas, el aumento de las dificultades habría sido algo menor en nuestro país que en el área del euro en su conjunto (véanse gráfico 4 y cuadro 2).

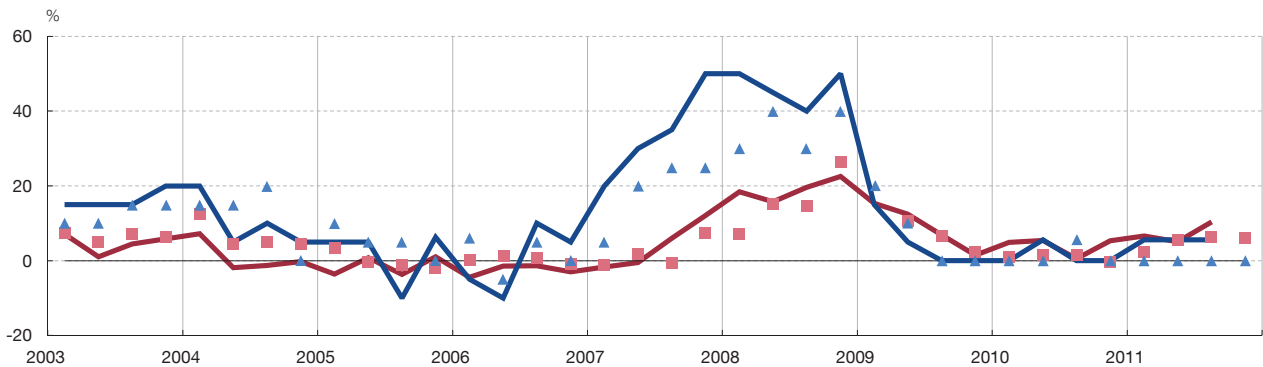
El análisis detallado del cuestionario regular (véase cuadro 1) indica que, aunque en España los criterios de aprobación de nuevos préstamos a sociedades se mantuvieron, en conjunto, estables, se redujo moderadamente la oferta en los plazos más largos y en las operaciones con las empresas de mayor tamaño, mientras que en la UEM el retroceso fue generalizado. En el caso español, el leve endurecimiento en las categorías mencionadas se debería a un ligero empeoramiento de las expectativas sobre la actividad económica y sobre la situación de sectores o sociedades concretas, así como, en el caso de las grandes compañías, y en mayor medida, a los costes relacionados con el nivel de capital, factor

<sup>1</sup> Un análisis más detallado de los resultados para el área del euro en su conjunto puede encontrarse en las sucesivas notas periódicas del BCE, contenidas en su dirección de Internet (<http://www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html>). Asimismo, en la dirección de Internet del Banco de España (<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/epb.html>) se encuentran disponibles las series históricas de los indicadores agregados por entidades, así como información adicional sobre la naturaleza de la EPB.

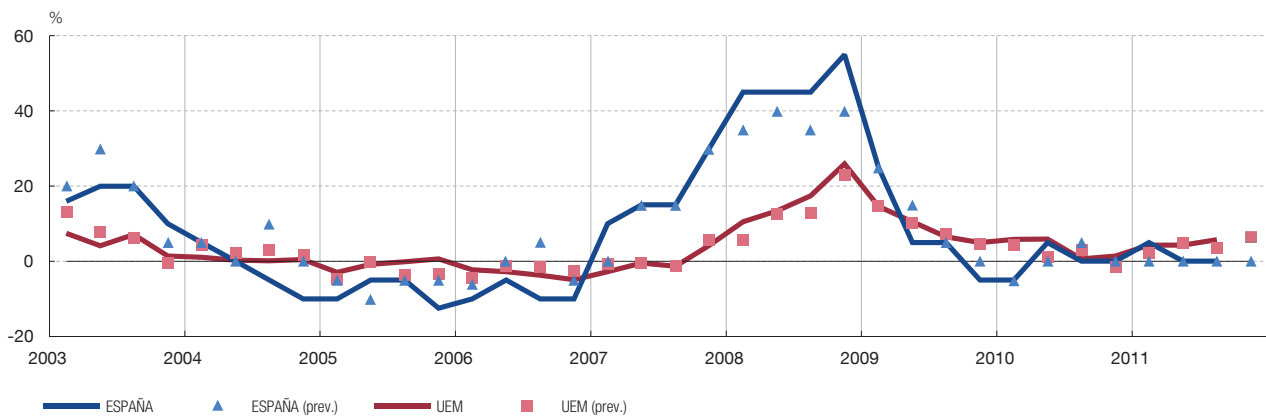
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS



CRÉDITO A HOGARES PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA



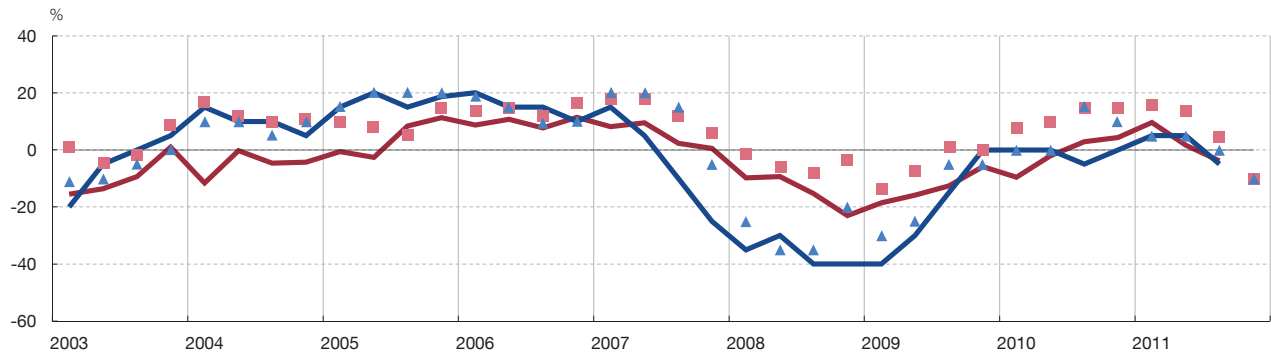
CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO Y OTROS FINES



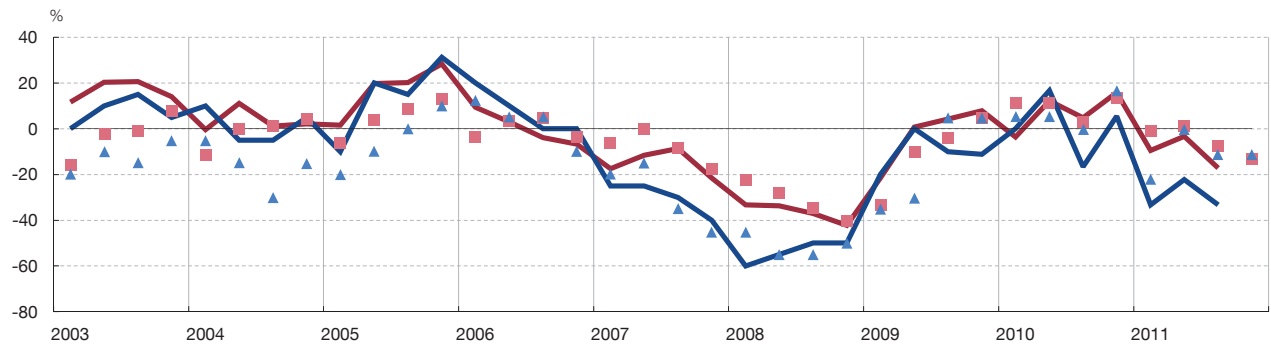
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a** Indicador = porcentaje de entidades que han endurecido considerablemente los criterios  $\times 1$  + porcentaje de entidades que han endurecido en cierta medida los criterios  $\times 1/2$  - porcentaje de entidades que han relajado en cierta medida los criterios  $\times 1/2$  - porcentaje de entidades que han relajado considerablemente los criterios  $\times 1$ .
- b** Los símbolos en los gráficos indican las previsiones realizadas el trimestre anterior, por las entidades encuestadas, para el trimestre correspondiente.

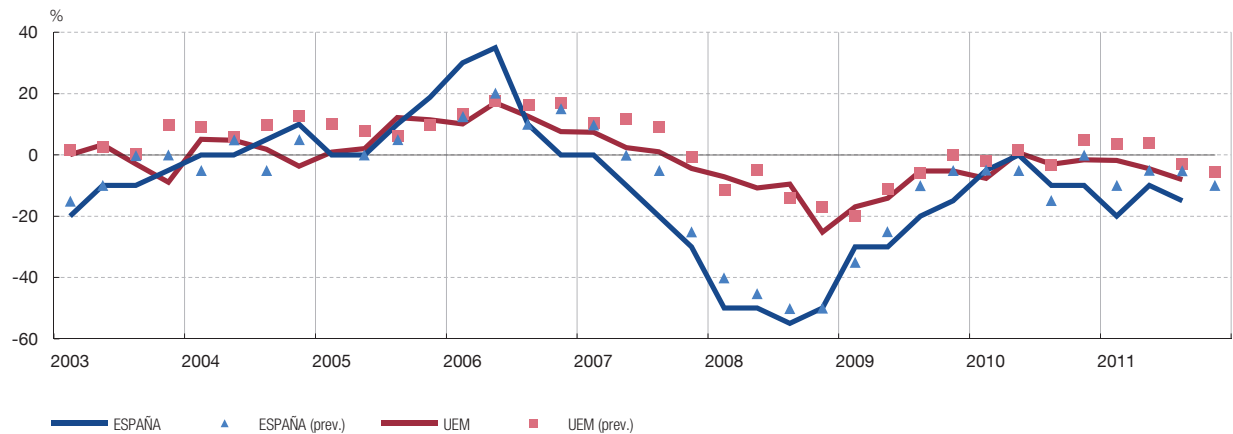
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS



CRÉDITO A HOGARES PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA



CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO Y OTROS FINES

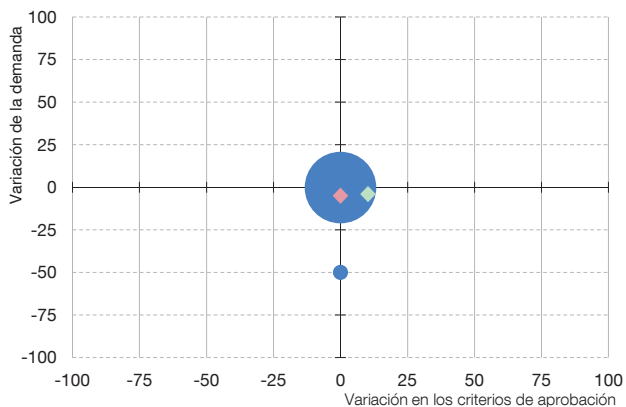


— ESPAÑA    ▲ ESPAÑA (prev.)    — UEM    ■ UEM (prev.)

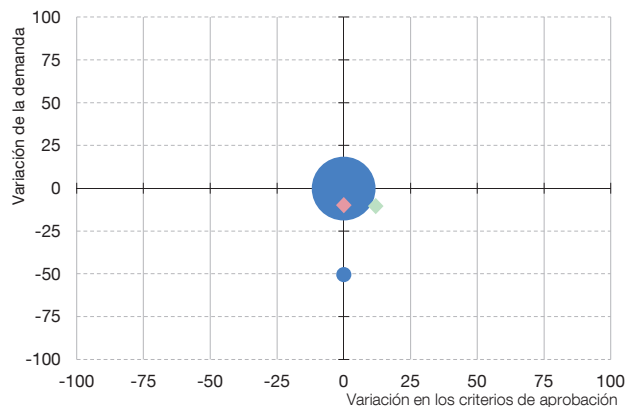
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Indicador = porcentaje de entidades que señalan un aumento considerable  $\times$  1 + porcentaje de entidades que señalan un cierto aumento  $\times$  1/2 – porcentaje de entidades que señalan un cierto descenso  $\times$  1/2 – porcentaje de entidades que señalan un descenso considerable  $\times$  1.  
b Los símbolos en los gráficos indican las previsiones realizadas el trimestre anterior, por las entidades encuestadas, para el trimestre correspondiente.

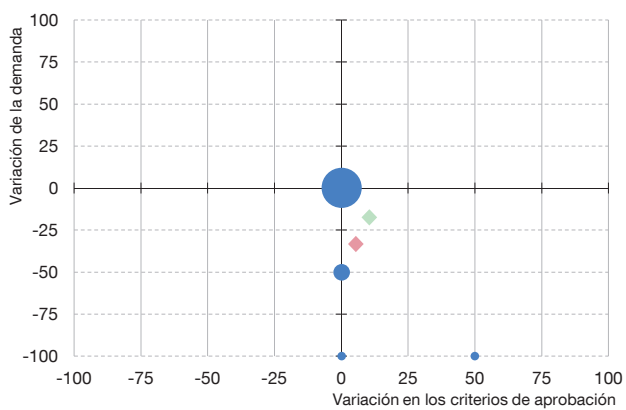
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS



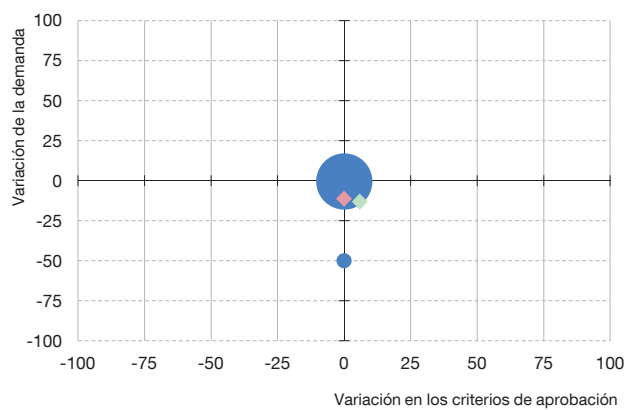
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS



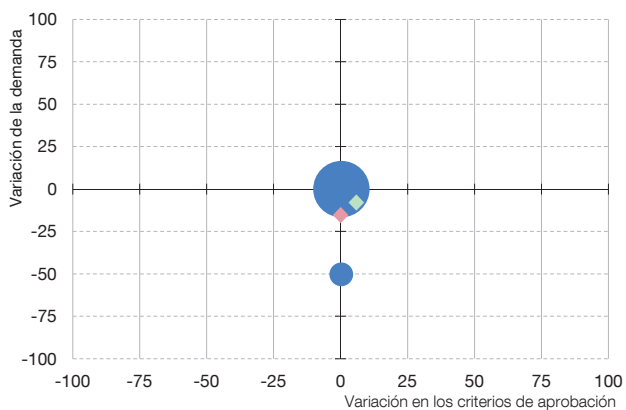
CRÉDITO A HOGARES PARA VIVIENDA



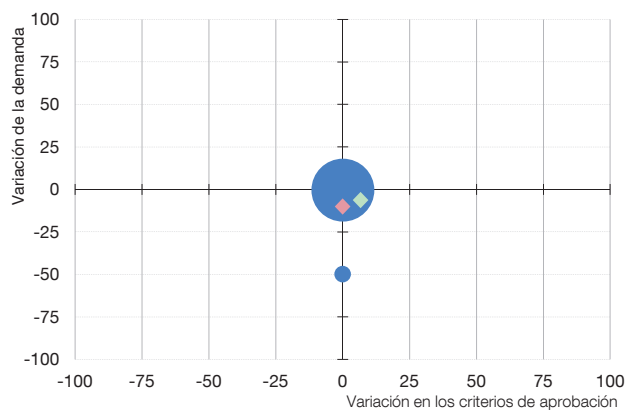
CRÉDITO A HOGARES PARA VIVIENDA



CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO Y OTROS FINES



CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO Y OTROS FINES



EN III TR 2011

● ENTIDADES ESPAÑOLAS

◆ MEDIA DE ENTIDADES DE LA UEM

◆ MEDIA DE ENTIDADES ESPAÑOLAS

PREVISTAS PARA IV TR 2011

● ENTIDADES ESPAÑOLAS

◆ MEDIA DE ENTIDADES DE LA UEM

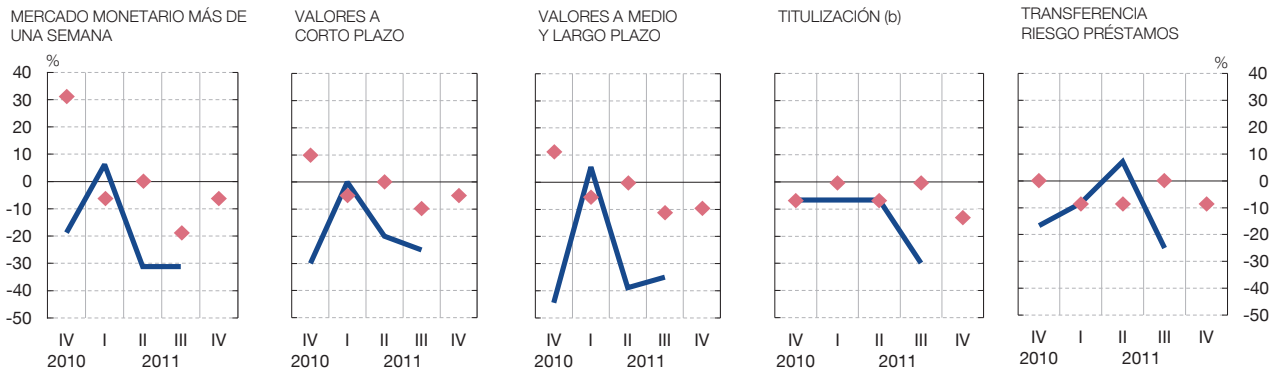
◆ MEDIA DE ENTIDADES ESPAÑOLAS

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

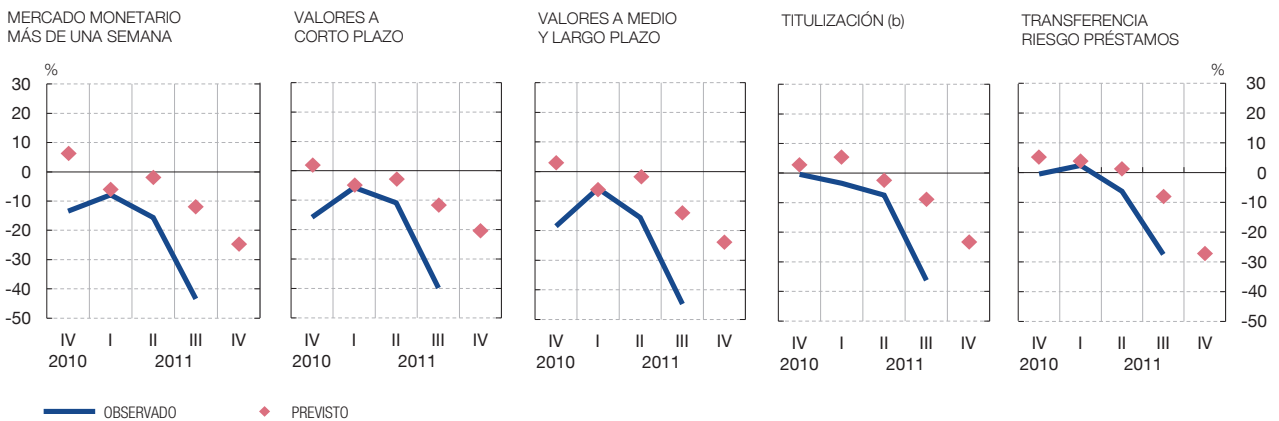
a El tamaño de las marcas de las entidades españolas depende del número de coincidencias de las respuestas en ese punto.

EVOLUCIÓN DE LAS CONDICIONES DE ACCESO A LOS MERCADOS FINANCIEROS AL POR MAYOR (a)

ESPAÑA



UEM



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Indicador = porcentaje de entidades que han apreciado una mejora en su acceso al mercado  $\times$  1 + porcentaje de entidades que han apreciado cierta mejora  $\times$  1/2 - porcentaje de entidades que han apreciado cierta empeoramiento  $\times$  1/2 - porcentaje de entidades que han apreciado un empeoramiento considerable  $\times$  1.
- b Media de titulización de préstamos a empresas y para adquisición de vivienda.

cuya importancia creció con respecto a la Encuesta de julio, aunque solo habría afectado a este segmento del mercado. En el área del euro, tanto los factores relativos a los costes del capital y a la disponibilidad de fondos por parte de la entidad como aquellos ligados a los riesgos percibidos contribuyeron a la contracción observada en la oferta. En nuestro país, las condiciones de los nuevos préstamos se habrían vuelto, en general, más onerosas para los prestatarios, aunque marginalmente y en menor medida que en la zona del euro, con pequeños aumentos en los márgenes, los gastos excluidos intereses y los compromisos asociados. En las operaciones con las compañías de mayor tamaño, el endurecimiento de las condiciones crediticias habría vuelto a ser más notable y más extendido.

En España, la demanda de fondos de las sociedades se redujo, principalmente por la caída en las solicitudes de las grandes empresas y en las operaciones a plazos más largos. Tras dos trimestres consecutivos contribuyendo de forma positiva, las peticiones de financiación para proyectos de inversión a medio y largo plazo descendieron, a lo que se sumó un efecto nulo del resto de factores explicativos, con la excepción de las necesidades

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)			
	--	-	o	+	++	NC		En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
<b>CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. RESULTADOS GENERALES</b>											
<b>OFERTA</b>											
Criterios para la aprobación											
En general	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	10
Préstamos a corto plazo	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	8
Préstamos a largo plazo	0	1	9	0	0	0	10	5	16	5	12
Factores de oferta											
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	7
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	12
Situación de liquidez de la entidad	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	8
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-2
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	1
Competencia de la financiación en los mercados	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	0
Expectativas de la actividad económica en general	0	1	9	0	0	0	10	5	16	10	9
Perspectivas del sector o sociedades concretas	0	1	9	0	0	0	10	5	16	5	12
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	4
Condiciones de los préstamos/créditos concedidos											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	1	9	0	0	0	10	5	16	10	9
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	1	9	0	0	0	10	5	16	15	17
Gastos, excluidos intereses	0	1	9	0	0	0	10	5	16	5	2
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	5
Garantías requeridas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	4
Compromisos asociados al préstamo	0	1	9	0	0	0	10	5	16	5	5
Plazo de vencimiento	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	6
Previsiones de oferta											
En general	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	12
Préstamos a corto plazo	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	7
Préstamos a largo plazo	0	1	9	0	0	0	10	5	16	5	14
<b>DEMANDA</b>											
De préstamos											
En general	0	1	9	0	0	0	-10	-5	16	5	-4
A corto plazo	0	1	8	1	0	0	0	0	24	10	-2
A largo plazo	0	1	9	0	0	0	-10	-5	16	5	-2
Factores de demanda											
Inversiones en capital fijo	0	1	9	0	0	0	-10	-5	16	5	-4
Existencias y capital circulante	0	1	8	1	0	0	0	0	24	5	2
Fusiones, adquisiciones y reestructuración de la empresa	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-3
Reestructuración de la deuda	0	0	9	1	0	0	10	5	16	5	8
Financiación interna	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-2
Préstamos de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	4
Préstamos de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	0
Emisión de valores de renta fija	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	1
Emisión de acciones	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	1
Previsiones de demanda											
En general	0	2	8	0	0	0	-20	-10	21	0	-10
Préstamos a corto plazo	0	1	8	1	0	0	0	0	24	5	-6
Préstamos a largo plazo	0	2	8	0	0	0	-20	-10	21	0	-11

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)			
	--	-	o	+	++	NC		En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
<b>CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS</b>											
<b>OFERTA</b>											
Criterios para la aprobación	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	9
Factores de oferta											
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	3
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	6
Situación de liquidez de la entidad	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	4
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Competencia de la financiación en los mercados	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-0
Expectativas de la actividad económica en general	0	1	9	0	0	0	10	5	16	10	7
Perspectivas del sector o sociedades concretas	0	1	9	0	0	0	10	5	16	5	9
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	3
Condiciones de los préstamos/créditos concedidos											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	1	9	0	0	0	10	5	16	10	6
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	1	9	0	0	0	10	5	16	15	12
Gastos, excluidos intereses	0	1	9	0	0	0	10	5	16	5	2
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	1
Garantías requeridas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
Compromisos asociados al préstamo	0	1	9	0	0	0	10	5	16	5	2
Plazo de vencimiento	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	3
Previsiones de oferta	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	8
<b>DEMANDA</b>											
Préstamos pequeñas y medianas empresas	0	1	8	1	0	0	0	0	24	10	-2
Previsiones de demanda	0	3	7	0	0	0	-30	-15	24	0	-8
<b>CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. GRANDES EMPRESAS</b>											
<b>OFERTA</b>											
Criterios para la aprobación	0	1	8	0	0	1	11	6	17	6	12
Factores de oferta											
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	1	0	8	0	0	1	11	11	33	6	8
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	11
Situación de liquidez de la entidad	0	0	9	0	0	1	0	0	0	6	9
Competencia de otras entidades	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-1
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-1
Competencia de la financiación en los mercados	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-0
Expectativas de la actividad económica en general	0	1	8	0	0	1	11	6	17	11	8
Perspectivas del sector o sociedades concretas	0	1	8	0	0	1	11	6	17	11	12
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	5
Condiciones de los préstamos/créditos concedidos											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	1	0	8	0	0	1	11	11	33	11	12
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	1	1	7	0	0	1	22	17	35	28	20
Gastos, excluidos intereses	0	1	8	0	0	1	11	6	17	6	1
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	1	0	8	0	0	1	11	11	33	6	6
Garantías requeridas	0	2	7	0	0	1	22	11	22	11	5
Compromisos asociados al préstamo	0	1	8	0	0	1	11	6	17	6	5
Plazo de vencimiento	0	2	7	0	0	1	22	11	22	11	8
Previsiones de oferta	1	0	8	0	0	1	11	11	33	11	14
<b>DEMANDA</b>											
Préstamos a grandes empresas	0	1	8	0	0	1	-11	-6	17	0	-1
Previsiones de demanda	0	1	8	0	0	1	-11	-6	17	0	-11



ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS  
RESULTADOS DETALLADOS DE LAS ENTIDADES ESPAÑOLAS. OCTUBRE DE 2011 (cont.)

CUADRO 1

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)			
	--	-	o	+	++	NC		En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
<b>CRÉDITO A HOGARES PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA</b>											
<b>OFERTA</b>											
Criterios para la aprobación	0	1	8	0	0	1	11	6	17	6	10
Factores de oferta											
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	2	7	0	0	1	22	11	22	11	9
Competencia de otras entidades	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-0
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	0
Expectativas de la actividad económica en general	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	6
Perspectivas relativas al mercado de la vivienda	0	1	8	0	0	1	11	6	17	6	7
Condiciones de los préstamos/créditos concedidos											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	2	7	0	0	1	22	11	22	17	6
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	3	6	0	0	1	33	17	25	22	7
Garantías requeridas	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	1
Relación entre el principal y el valor de la garantía	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	5
Plazo de vencimiento	0	1	8	0	0	1	11	6	17	0	4
Gastos, excluidos intereses	0	2	7	0	0	1	22	11	22	11	3
Previsiones de oferta	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	6
<b>DEMANDA</b>											
Préstamos para adquisición de vivienda	2	2	5	0	0	1	-44	-33	43	-22	-17
Factores de demanda											
Perspectivas relativas al mercado de la vivienda	1	4	4	0	0	1	-56	-33	35	-22	-14
Confianza de los consumidores	0	4	5	0	0	1	-44	-22	26	-17	-13
Gasto de consumo no relacionado con adquisición de vivienda	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-4
Ahorro de las familias	0	0	9	0	0	1	0	0	0	-6	-2
Préstamos de otras entidades	0	1	8	0	0	1	-11	-6	17	-6	-4
Otras fuentes de financiación	0	0	9	0	0	1	0	0	0	0	-1
Previsiones de demanda	0	2	7	0	0	1	-22	-11	22	-11	-13
<b>CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO Y OTROS FINES</b>											
<b>OFERTA</b>											
Criterios para la aprobación	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	6
Factores de oferta											
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	1	9	0	0	0	10	5	16	5	7
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	0
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	0
Expectativas de la actividad económica en general	0	0	10	0	0	0	0	0	0	5	5
Solvencia de los consumidores	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	7
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	3
Condiciones de los préstamos/créditos concedidos											
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	1	8	1	0	0	0	0	24	10	2
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	2	8	0	0	0	20	10	21	15	6
Garantías requeridas	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	2
Plazo de vencimiento	0	1	9	0	0	0	10	5	16	0	2
Gastos, excluidos intereses	0	1	9	0	0	0	10	5	16	5	2
Previsiones de oferta	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	7
<b>DEMANDA</b>											
Préstamos para consumo y otros fines	0	3	7	0	0	0	-30	-15	24	-10	-8
Factores de demanda											
Gasto en bienes de consumo duraderos	0	3	7	0	0	0	-30	-15	24	-10	-7
Confianza de los consumidores	0	3	7	0	0	0	-30	-15	24	-10	-11
Adquisición de valores	0	1	9	0	0	0	-10	-5	16	-5	-2
Ahorro de las familias	0	0	10	0	0	0	0	0	0	-5	-1
Préstamos de otras entidades	0	1	9	0	0	0	-10	-5	16	-5	-4
Otras fuentes de financiación	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	-1
Previsiones de demanda	0	2	8	0	0	0	-20	-10	21	-5	-6

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Dependiendo de la pregunta concreta, «-» («--») indica un cierto (considerable) endurecimiento de los criterios de oferta, de las condiciones de oferta, una cierta (considerable) disminución de la demanda o una cierta (considerable) contribución al endurecimiento de la oferta o al descenso de la demanda. Los signos «+» y «++» tienen el significado contrario. El signo «o» indica ausencia de cambios o contribución nula a la variación en la oferta o la demanda. «NC» significa no contesta.
- b Porcentaje de entidades que han endurecido su oferta (o han visto incrementada su demanda) menos el porcentaje de entidades que han relajado su oferta (o han visto reducirse su demanda). En el caso de los factores, porcentaje de entidades para las que dicho factor ha contribuido al endurecimiento de la oferta (o a la expansión de la demanda) menos porcentaje de entidades que han señalado un efecto contrario.
- c Calculado igual que el porcentaje neto, pero ponderando por 1 las variaciones considerables y por 1/2 las variaciones de menor cuantía.

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)						Porcentaje neto (b)	Indicador de difusión (c)		
	--	-	o	+	++	NA		En t	En t-1	UEM en t
EFECTO DE LAS PERTURBACIONES EN LOS MERCADOS FINANCIEROS Y DE CRÉDITO										
Cambio en las condiciones de acceso a las fuentes habituales de financiación al por mayor. Últimos tres meses										
Mercado monetario a muy corto plazo (hasta una semana)	0	5	3	1	0	0	-44	-22	-11	-26
Mercado monetario a corto plazo (más de una semana)	1	3	4	0	0	0	-50	-31	-31	-43
Valores distintos de acciones a corto plazo	0	5	5	0	0	0	-50	-25	-20	-40
Valores distintos de acciones a medio y largo plazo	1	5	4	0	0	0	-60	-35	-39	-45
Titulización de préstamos a empresas (d)	1	2	4	0	0	0	-43	-29	-7	-36
Titulización de préstamos para adquisición de vivienda (d)	1	3	4	0	0	0	-50	-31	-6	-37
Capacidad para transferir riesgo de crédito fuera del balance	0	3	3	0	0	0	-50	-25	7	-28
Cambio en las condiciones de acceso a las fuentes habituales de financiación al por mayor. Próximos tres meses										
Mercado monetario a muy corto plazo (hasta una semana)	0	1	7	1	0	0	0	0	-6	-14
Mercado monetario a corto plazo (más de una semana)	0	1	7	0	0	0	-13	-6	-19	-25
Valores distintos de acciones a corto plazo	0	1	9	0	0	0	-10	-5	-10	-20
Valores distintos de acciones a medio y largo plazo	1	0	9	0	0	0	-10	-10	-11	-24
Titulización de préstamos a empresas (d)	1	0	6	0	0	0	-14	-14	0	-25
Titulización de préstamos para adquisición de vivienda (d)	1	0	7	0	0	0	-13	-13	0	-21
Capacidad para transferir riesgo de crédito fuera del balance	0	1	5	0	0	0	-17	-8	0	-27

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a El símbolo «+» («++») significa una cierta (considerable) mejora en las condiciones de acceso a los mercados de financiación, mientras que «-» («--») significa un cierto (considerable) empeoramiento en dicho acceso. El signo «o» indica ausencia de cambios. La opción «NA» (no aplicable) significa que la entidad no utiliza dicha fuente de financiación.
- b Porcentaje de entidades que han apreciado una mejora en su acceso a los mercados, menos el porcentaje de entidades que han apreciado un empeoramiento.
- c Calculado igual que el porcentaje neto, pero ponderando por 1 las variaciones considerables y por 1/2 las variaciones de menor cuantía.
- d Incluye tanto los casos en los que los créditos correspondientes son finalmente dados de baja en el balance contablemente como los que no.

de fondos para la reestructuración de la deuda, que continuaron incrementándose, a un ritmo similar al de tres meses atrás. En la UEM, la contracción de la demanda ocurrió en todos los segmentos considerados —préstamos a corto y largo plazo, pymes y empresas grandes—, siendo asimismo la reducción de las solicitudes para inversiones en capital fijo el principal motivo de esta evolución.

En el sector de hogares, como ya se ha mencionado, los criterios de aprobación de préstamos para la adquisición de vivienda, aplicados por las entidades encuestadas en ambas zonas, volvieron a endurecerse ligeramente. Los mayores costes de financiación y la menor disponibilidad de fondos para prestar volvieron a ser los principales factores explicativos de este desarrollo, a lo que habría que añadir la contribución moderada, en la misma dirección, de las peores perspectivas de los prestamistas sobre el mercado de la vivienda, así como, en el caso particular de la UEM, del empeoramiento de las expectativas sobre la evolución de la economía en general. El resto de factores tuvo un impacto nulo. Los márgenes aplicados a los nuevos créditos y los gastos excluidos intereses continuaron elevándose en las dos áreas, más o menos en línea con el trimestre anterior, y, además, los plazos máximos de vencimiento se recortaron modestamente, por primera vez desde octubre de 2009, en nuestro país. Las restantes condiciones registraron variaciones menores o nulas. Por su parte, tanto en España como en la UEM las solicitudes de financiación por parte de las familias habrían vuelto a registrar, según los encuestados, una caída

notable entre los meses de julio y septiembre, superior a la detectada tres meses atrás. El descenso de la demanda, que habría vuelto a ser más intenso en nuestro país que en la zona del euro, se explicaría por un deterioro adicional de las perspectivas de los hogares con respecto al mercado inmobiliario, así como de la confianza de los consumidores.

En el caso de los préstamos a los hogares para consumo y otros fines en España, la estabilidad de los criterios de aprobación, durante el tercer trimestre del año, respondió a un comportamiento neutral del conjunto de factores explicativos considerados, con la excepción de los costes de financiación y la disponibilidad de fondos por parte de las entidades, que influyeron de forma levemente negativa. En la UEM, este último factor, unido al impacto contractivo asociado a los mayores riesgos percibidos, se tradujo en una ligera reducción de la oferta de este tipo de crédito, algo superior a la esperada para el período en cuestión. De acuerdo con las entidades encuestadas, tanto en España como en el área del euro, aumentó levemente el margen aplicado en las operaciones de mayor riesgo, mientras que, tras los incrementos observados en ediciones anteriores de la Encuesta, permanecieron prácticamente sin cambios los relativos a los préstamos ordinarios. Las variaciones en el resto de condiciones fueron de menor intensidad. No obstante, cabe señalar que también en este segmento los plazos máximos de vencimiento y los gastos excluidos intereses se hicieron algo menos favorables para los prestatarios, especialmente en nuestro país. La demanda de este tipo de financiación por parte de las familias habría vuelto a disminuir en las dos áreas, y lo habría hecho algo más intensamente que en los meses precedentes como consecuencia, principalmente, del descenso del gasto en bienes duraderos y de una menor confianza de los consumidores. El retroceso de las peticiones volvió a ser más acusado en España que en la UEM.

Las tensiones en los mercados financieros se tradujeron en un nuevo deterioro del grado de acceso a los mismos por parte de los encuestados españoles, durante el tercer trimestre del año en curso. Este fue generalizado y, en comparación con el período anterior, de mayor magnitud en lo que se refiere a los préstamos interbancarios hasta una semana, los mercados de valores a corto plazo y los de titulización y transferencia del riesgo de crédito. Por el contrario, fue ligeramente menos marcado que tres meses atrás en los de emisión de títulos a medio y largo plazo, pese a lo cual este siguió siendo el segmento en el que mayor fue el aumento en las dificultades para la obtención de fondos. En el área del euro en su conjunto, el endurecimiento en las condiciones de acceso a las fuentes de financiación al por mayor fue significativo en todos los mercados considerados y mayor que en nuestro país. Las perspectivas para los próximos tres meses vuelven a ser, en general, de empeoramiento adicional, aunque inferior al registrado hasta septiembre.

Finalmente, para los últimos tres meses de este año las entidades en España no anticipaban cambios en los criterios de aprobación, en ninguno de los tres segmentos analizados en la Encuesta. Aun así, dentro del crédito a sociedades volvería a producirse, según los encuestados, un cierto endurecimiento de los relativos a las operaciones a más largo plazo y con las grandes empresas, en línea con lo ocurrido en los meses de verano. En la UEM, los criterios se harían más restrictivos de forma generalizada, con variaciones similares a las observadas en el período julio-septiembre. Por otra parte, tanto en la zona del euro como en nuestro país esperaban una nueva reducción de la demanda en todos los casos, con caídas que, de materializarse, serían superiores a las registradas en el tercer trimestre para la procedente de las empresas, y similares o algo inferiores para la de las familias.

17.10.2011.

LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA  
EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2011

## LA POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2011

Este artículo ha sido elaborado por César Martín Machuca y Enrique Galán Lucha, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

En este artículo se describen los principales rasgos de la Posición de Inversión Internacional (PII) de España a finales del primer semestre de 2011, resaltando los cambios más significativos respecto al cierre de 2010 y sus determinantes. Se presenta la composición de la PII por sectores institucionales y se analiza el comportamiento de la PII por tipos de inversión y por áreas geográficas.

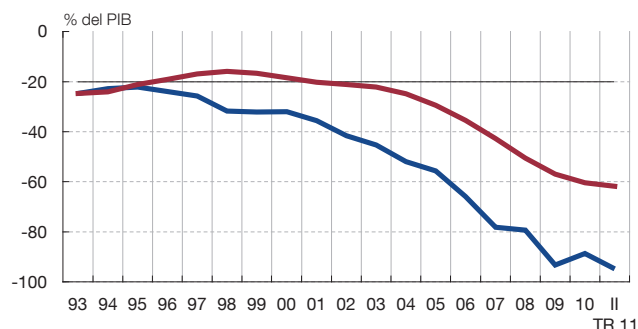
### Evolución de la Posición de Inversión Internacional en el primer semestre de 2011: un análisis de datos agregados

La posición deudora neta de la economía española frente al resto del mundo, medida a través de la PII, aumentó en la primera mitad de 2011, debido a las necesidades de financiación que se generaron en ese período (un 5,3 % inferiores a las registradas en el mismo período del año anterior) y al impacto de las variaciones en los precios de los activos financieros y en los tipos de cambio sobre los pasivos netos frente al exterior (los denominados *efectos de valoración*)<sup>1</sup>, que tuvieron un signo negativo, a diferencia de 2010 (véase gráfico 1). A finales de junio de 2011, el saldo deudor que España mantenía frente al exterior ascendió a 1.021 mm de euros, el 95 % del PIB, aproximadamente 6,2 puntos porcentuales (pp) por encima de su valor al cierre de 2010 (véase cuadro 1). Desde finales de 2010, el valor de los activos redujo su peso en el PIB alrededor de 3,2 pp, hasta el 123 %, mientras que el de los pasivos aumentó 3 pp, hasta el 218 % del PIB. Un aspecto que debe tenerse en cuenta a la hora de evaluar el alcance de los pasivos frente al exterior es el hecho de que una parte importante del mismo —como las acciones y otras formas de participación en el capital de las empresas— es, por su propia naturaleza, no exigible, lo que implica un nivel de la deuda externa inferior al que se deriva del pasivo total. En el período analizado, esta variable aumentó en 1,9 pp, hasta situarse en el 165 % del PIB (véase gráfico 2).

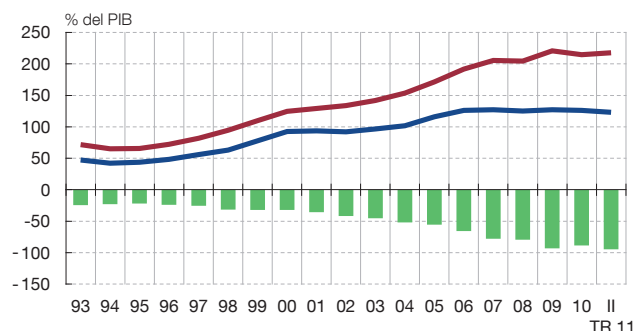
La situación de los mercados financieros continuó condicionando la forma en la que la economía española cubrió sus necesidades de financiación en la primera mitad de 2011. En este período, los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública española y el diferencial frente a la deuda soberana alemana fluctuaron en torno a los niveles alcanzados a finales de 2010 (véase cuadro 2), la bolsa española acumuló ganancias algo más elevadas que las de las principales plazas bursátiles y el tipo de cambio del euro se apreció frente a la libra y al dólar. En este contexto, las sociedades no financieras emitieron valores distintos de acciones en términos netos durante la primera mitad de 2011, mientras que las entidades financieras residentes registraron amortizaciones netas de valores de renta fija. Por su parte, las emisiones netas de deuda pública fueron más elevadas que en el segundo semestre de 2010, debido al repunte que experimentaron en el primer trimestre de 2011 y a pesar de su sensible moderación en el segundo.

<sup>1</sup> De acuerdo con los estándares estadísticos internacionales, la PII valora los activos financieros y pasivos exteriores a los precios de mercado y tipos de cambio vigentes al final del período de referencia. Por consiguiente, la variación de los precios, expresados en moneda nacional, de los activos que componen la PII tiene un impacto directo sobre la evolución del saldo acreedor o deudor frente al exterior. De ahí que la variación de la PII entre dos momentos del tiempo venga determinada no solo por las transacciones financieras entre los residentes de una economía y el resto del mundo, que reflejan la necesidad o capacidad de financiación de la nación en dicho período, sino también por los cambios de valor que experimentan los instrumentos financieros que componen el *stock* de activos financieros y pasivos (lo que se denomina *efecto de valoración*). Además de estos dos factores, existe un tercero, los llamados *otros ajustes*, que afectan ocasionalmente a la PII.

PII NETA Y NECESIDAD DE FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ACUMULADA (a)



EVOLUCIÓN DE LA PII



— PII NETA — CUENTA CORRIENTE Y DE CAPITAL ACUMULADA — NETO — ACTIVO — PASIVO

FUENTE: Banco de España.

a El primer valor corresponde a la PII neta a final de 1993.

### POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL. RESUMEN

CUADRO 1

mm de euros

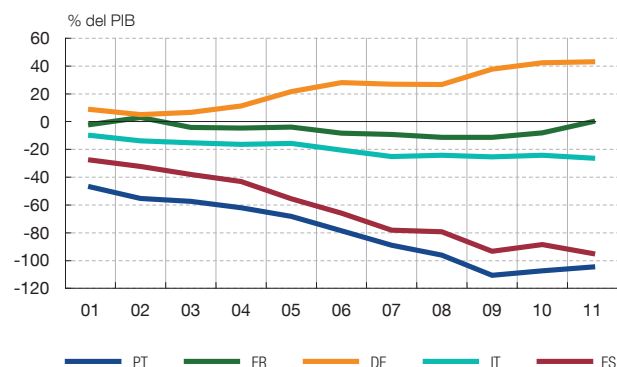
	2008	2009	2010		2011		Porcentaje del PIB	
			III TR	IV TR	I TR	II TR	2010 IV TR	2011 II TR
POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA (A - P)	-863,1	-982,7	-985,1	-941,3	-985,1	-1.021,3	-88,6	-94,8
Excluido el Banco de España	-914,0	-1.026,8	-1.005,3	-971,7	-1.024,5	-1.053,4	-91,4	-97,8
Inversiones directas	1,3	-9,3	9,4	13,2	3,3	7,5	1,2	0,7
Inversiones de cartera	-603,7	-689,3	-663,8	-641,3	-686,7	-684,6	-60,4	-63,5
Otras inversiones (a)	-305,1	-327,2	-355,1	-346,2	-339,6	-376,1	-32,6	-34,9
Derivados financieros	-6,4	-1,0	4,3	2,7	-1,5	-0,3	0,3	0,0
Banco de España	50,9	44,1	20,2	30,3	39,5	32,2	2,9	3,0

FUENTE: Banco de España.

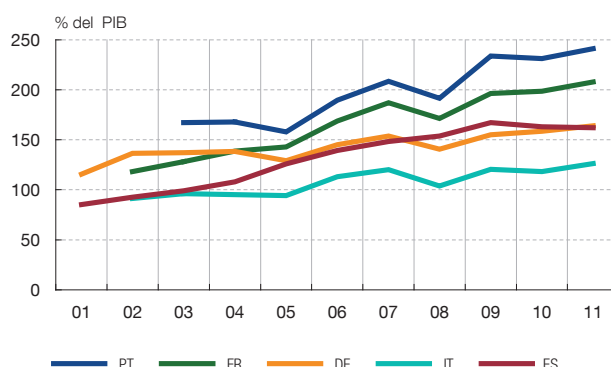
a Incluye, principalmente, préstamos, depósitos y repos.

El panorama financiero se deterioró pronunciadamente durante los meses de verano, debido al agravamiento de la crisis de la deuda soberana en la zona del euro, de manera que, a partir de julio, las turbulencias que hasta ese momento habían afectado con mayor intensidad a los países sujetos a programa de asistencia financiera (Grecia, Irlanda y Portugal) se extendieron a otros países de la zona, y con particular intensidad a Italia y a España, así como a otros mercados —como el interbancario, el bursátil y el cambiario—, tal como reflejan las caídas de las cotizaciones bursátiles y la depreciación del euro frente al dólar. La reactivación del Programa del Mercado de Valores del BCE en agosto y el anuncio de diversas medidas de política económica por parte del Gobierno español permitieron reducir la prima de riesgo de la deuda pública española —que había alcanzado a principios de agosto cotas superiores a los 400 puntos básicos (pb)—, aunque en la actualidad todavía se mantiene en niveles considerables (superiores a 300 pb). Estos diferenciales reflejan la extensión de las tensiones de los mercados de deuda soberana a otros países del área del euro y el aumento de la demanda de

PII NETA



DEUDA EXTERNA BRUTA



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, OCDE, Banco de Pagos Internacionales y fuentes nacionales.

- a En los datos relativos a la Posición de Inversión Internacional se presenta el último dato disponible, que corresponde al cuarto trimestre de 2010 para Francia, primer trimestre de 2011 para Italia y Alemania, y segundo trimestre de 2011 para España y Portugal. En cuanto a los datos de deuda externa, el dato del año 2011 se corresponde con el primer trimestre de 2011.
- b Los países se nombran con su código ISO (ES: España; DE: Alemania; FR: Francia; IT: Italia; PT: Portugal).

EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS  
Precios, tipos de interés y tipos de cambio

CUADRO 2

	Índices bursátiles (a)			Tipo de cambio (b)		Tipo de interés a largo plazo (c)			
	IBEX 35	EUROSTOXX 50	S&P 500	Dólar	Libra	Alemania	España	Estados Unidos	Reino Unido
2008	-39,4	-44,4	-38,5	-4,9	31,6	3,1	3,9	2,4	3,4
2009	29,8	21,1	23,5	3,2	-8,1	3,1	3,8	3,6	3,9
2010	-17,4	-5,8	11,6	-6,6	-3,6	2,9	5,4	3,3	3,5
III TR 2010	13,5	6,8	10,7	11,2	5,2	2,3	4,1	2,7	3,0
IV TR 2010	-6,2	1,6	10,2	-2,1	0,1	2,9	5,4	3,3	3,5
I TR 2011	7,3	4,2	5,4	5,8	3,3	3,2	5,3	3,4	3,7
II TR 2011	-2,0	-2,1	-0,4	2,2	2,0	2,9	5,5	3,0	3,3
I S 2011	5,1	2,0	5,0	8,1	5,4	2,9	5,5	3,0	3,3

FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

- a Variación acumulada del índice entre el final del período inmediatamente anterior y el final del período de referencia.
- b Variación acumulada del tipo de cambio del euro frente a la divisa considerada desde el final del período inmediatamente anterior hasta el final del período de referencia. Un signo positivo (negativo) supone una apreciación (depreciación) del euro frente a la divisa considerada.
- c Media del último mes del período.

los activos percibidos como más seguros, de modo que las rentabilidades de la deuda del bono a diez años de Alemania y de Estados Unidos han alcanzado mínimos históricos. La pérdida de vigor en la recuperación de algunas de las principales economías desarrolladas está suponiendo un elemento de incertidumbre adicional en esta segunda mitad del año.

La ampliación de la PII deudora neta de España en la primera mitad de 2011 reflejó las necesidades de financiación acumuladas durante dicho período (31 mm de euros) y el impacto negativo de los efectos de valoración, que ascendió a 49 mm (véase cuadro 3). Como es sabido, el efecto de valoración refleja la influencia sobre el valor de los activos y pasivos exteriores de los cambios en los precios de los instrumentos financieros y en la cotización del euro. En el

mm de euros

	Neto (a)				Activo				Pasivo			
	Variación del stock	Transacción	Efectos de valoración y otros ajustes	Dif. % (b)	Variación del stock	Transacción	Efectos de valoración y otros ajustes	Dif. % (b)	Variación del stock	Transacción	Efectos de valoración y otros ajustes	Dif. % (b)
2008	-40,2	-100,2	60,0	-7,3	18,6	50,0	-31,4	-2,3	58,9	150,3	-91,4	-4,2
2009	-119,6	-54,6	-64,9	7,5	-17,8	16,7	-34,6	-2,5	101,7	71,4	30,4	1,4
2010	41,3	-44,6	85,9	-8,7	0,3	-44,6	44,9	3,3	-41,1	0,0	-41,0	-1,8
III TR 2010	-58,6	-11,5	-47,1	5,1	-28,2	-10,1	-18,1	-1,3	30,4	1,4	29,0	1,3
IV TR 2010	43,7	-4,7	48,5	-4,9	-13,6	3,0	-16,6	-1,2	-57,3	7,7	-65,0	-2,8
I TR 2011	-43,7	-17,5	-26,3	2,8	-21,0	8,6	-29,6	-2,2	22,8	26,1	-3,3	-0,1
II TR 2011	-36,2	-13,6	-22,6	2,3	4,8	11,2	-6,4	-0,5	41,0	1,4	39,7	1,7
I S 2011	-79,9	-31,0	-48,9	5,2	-16,1	19,8	-36,0	-2,7	63,8	27,4	36,4	1,6

FUENTE: Banco de España.

a Un signo (-) significa una variación de los pasivos superior a la de los activos.

b Diferencia entre la variación del stock y las transacciones de la Balanza de Pagos, en términos del stock al comienzo del período.

período analizado, estos movimientos determinaron una reducción en el valor del stock de los activos y un aumento en el de los pasivos. El ascenso de las cotizaciones bursátiles en España supuso un incremento del valor del stock de las tenencias de títulos españoles en manos de no residentes. Por su parte, la disminución del valor del stock de tenencias de títulos extranjeros por parte de inversores españoles se produjo como consecuencia de la apreciación del tipo de cambio del euro<sup>2</sup>, cuyo efecto sobre el valor de dichos activos compensó el impacto de signo contrario provocado por el aumento de sus precios.

En general, en las principales economías avanzadas se había apreciado una cierta corrección de las posiciones acreedoras y deudoras hasta el primer trimestre de 2011. En cambio, los datos publicados correspondientes al segundo trimestre, solo disponibles para un reducido número de países, muestran una pausa en este proceso.

### La composición de la Posición de Inversión Internacional por sectores institucionales

En el primer semestre de 2011 se amplió la posición deudora frente al resto del mundo en porcentaje del PIB de todos los sectores institucionales, con la excepción del Banco de España (véanse cuadro 4 y gráfico 3). Dicho incremento fue más acusado en el caso de los otros sectores residentes (OSR)<sup>3</sup>, cuya posición deudora se elevó en 2,9 pp del PIB, hasta el 26%. Asimismo, los saldos deudores de las instituciones financieras y monetarias (IFM) y de las AAPP aumentaron en 1,6 pp y 1,9 pp del PIB, hasta el 45% y el 27% del PIB, respectivamente. Con la excepción de los OSR, cuyos activos exteriores disminuyeron en 2,8 pp del PIB, el incremento de las posiciones deudoras se apoyó principalmente en el aumento de los pasivos exteriores, que repuntaron 1,8 pp del PIB tanto en el caso de las IFM como en el de las AAPP. En sentido contrario, el saldo acreedor neto frente al resto del mundo de la autoridad monetaria se incrementó 0,1 pp del PIB, hasta situarse en el 3%.

2 En la mayoría de las economías desarrolladas, el porcentaje de los activos que están denominados en moneda extranjera es superior al de los pasivos, lo que provoca que el valor del activo sea más sensible a las fluctuaciones del tipo de cambio. Este es el caso de España, que mantiene una posición acreedora neta en moneda extranjera (el 41% del activo y el 12% del pasivo estaban denominados en moneda extranjera en junio de 2011), por lo que la apreciación del euro genera un efecto de valoración negativo.

3 Este sector institucional incluye los hogares e instituciones sin fines de lucro al servicio de los mismos, las sociedades no financieras y las instituciones financieras no monetarias (incluía las empresas de seguros y fondos de pensiones).



**POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL**  
Desglose por sectores

CUADRO 4

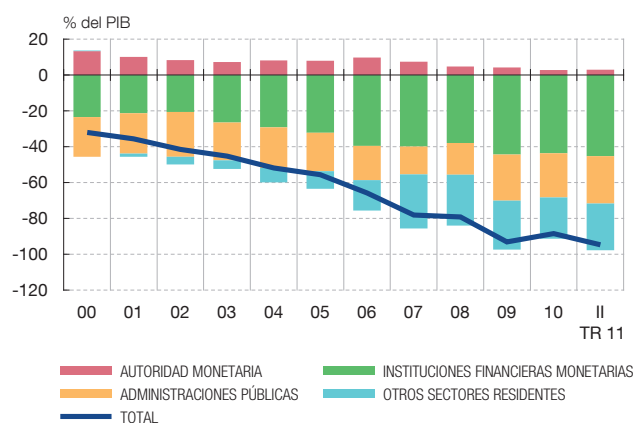
	Autoridad monetaria			IFM			AAPP			OSR		
	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo
<b>VALOR DEL STOCK (mm de euros)</b>												
Media 2005-2007	82,1	83,4	1,3	-367,6	397,2	764,8	-182,4	26,9	209,3	-191,0	704,0	894,9
2008	50,9	86,1	35,2	-412,6	532,9	945,5	-193,4	40,6	234,0	-308,0	699,4	1.007,4
2009	44,1	85,6	41,5	-468,4	501,5	969,9	-270,2	29,7	299,9	-288,3	724,4	1.012,6
2010	30,3	81,7	51,4	-463,3	470,4	933,7	-262,9	28,1	291,0	-245,4	761,4	1.006,8
I TR 2011	39,5	80,1	40,7	-467,7	466,3	934,0	-281,6	26,5	308,1	-275,3	747,6	1.022,8
II TR 2011	32,2	77,9	45,7	-486,9	478,8	965,7	-286,7	27,2	313,9	-279,7	741,4	1.021,2
<b>PORCENTAJE DEL PIB (%)</b>												
Media 2005-2007	8,4	8,5	0,1	-37,4	40,4	77,9	-18,6	2,7	21,3	-19,4	71,7	91,1
2008	4,7	7,9	3,2	-37,9	49,0	86,9	-17,8	3,7	21,5	-28,3	64,3	92,6
2009	4,2	8,1	3,9	-44,4	47,6	92,0	-25,6	2,8	28,5	-27,4	68,7	96,1
2010	2,9	7,7	4,8	-43,6	44,3	87,9	-24,7	2,6	27,4	-23,1	71,7	94,8
I TR 2011	3,7	7,5	3,8	-43,7	43,6	87,3	-26,3	2,5	28,8	-25,7	69,8	95,6
II TR 2011	3,0	7,2	4,2	-45,2	44,4	89,6	-26,6	2,5	29,1	-26,0	68,8	94,8

FUENTE: Banco de España.

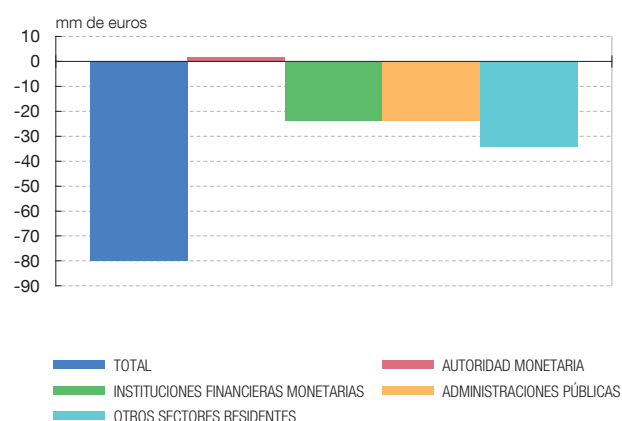
**POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA POR SECTORES**

GRÁFICO 3

EVOLUCIÓN 2000 - II TR 2011



VARIACIÓN 2010 - II TR 2011



FUENTE: Banco de España.

La ampliación de la posición deudora de los OSR reflejó las operaciones realizadas durante el período, que generaron entradas netas de capital (10 mm de euros) y, en particular, el impacto de los efectos de valoración (25 mm de euros), estos últimos especialmente reseñables en la inversión de cartera, en renta tanto variable como fija. Según la cuenta financiera de la Balanza de Pagos, las entradas netas de fondos correspondieron en su mayor parte a la inversión de cartera, que fueron el resultado, principalmente, de las ventas por parte de residentes de bonos y obligaciones extranjeros, que compensaron la reducción de las tenencias de los inversores extranjeros de bonos de titulización y de valores emitidos por las filiales de las IFM españolas. Los OSR también captaron fondos del exterior en forma de inversión directa, mientras que la otra inversión registró salidas netas. En este contexto, la posición deudora neta que los OSR mantenían en forma de inversión directa y de inversión de cartera a finales de 2010 se amplió en la primera mitad de 2011

en 1,5 pp y 2,3 pp del PIB, respectivamente, mientras que disminuyó en 0,8 pp del PIB la que mantenían en otra inversión.

De forma similar, el aumento del saldo deudor de las IFM frente al resto del mundo se explica tanto por las entradas netas de capitales generadas por las transacciones realizadas por este sector institucional durante el primer semestre de 2011 (14 mm) como por los efectos de valoración (10 mm). Las entradas de fondos se materializaron a través de la otra inversión, como consecuencia, principalmente, de las inversiones de no residentes en instrumentos a corto plazo. Las salidas netas generadas por el resto de instrumentos fueron más reducidas y, en el caso de la inversión de cartera, reflejaron sobre todo la reducción de las tenencias de no residentes de valores de renta fija emitidos por las IFM residentes. En consecuencia, el incremento de la posición deudora neta de las IFM respondió al deterioro de los saldos frente al exterior de la otra inversión y, en mucha menor medida, de derivados financieros (de 3 pp y 0,2 pp del PIB, respectivamente). En sentido contrario, las posiciones deudoras en inversión exterior directa (IED) e inversión de cartera disminuyeron (en 0,9 pp y 0,7 pp del PIB, respectivamente).

El incremento de la posición deudora de las AAPP frente al exterior también reflejó el impacto del efecto de valoración y de las entradas netas generadas por este sector en el primer semestre de 2011 (aproximadamente, 12 mm en ambos casos). Los fondos captados del exterior se materializaron básicamente en forma de inversión de cartera, a través, principalmente, de compras por no residentes de bonos y obligaciones<sup>4</sup>. Dichas adquisiciones se concentraron en el primer trimestre de 2011, mientras que en el segundo los no residentes redujeron sus tenencias de valores emitidos por las AAPP españolas.

Finalmente, durante el primer semestre de 2011 la posición neta acreedora del Banco de España frente al resto del mundo aumentó ligeramente (en 0,1 pp del PIB), hasta situarse en el 3 %. Esta ampliación se explica por la disminución del saldo deudor del Banco de España frente al Eurosistema (de 0,6 pp en los seis meses analizados, hasta el 3,8 % del PIB). En cuanto al resto de rúbricas, los saldos acreedores en otros activos netos y en reservas disminuyeron 0,4 pp y 0,1 pp del PIB, hasta el 4,6 % y el 2,2 %, respectivamente.

#### La composición de la Posición de Inversión Internacional por tipos de inversión

Todos los instrumentos a través de los que se canalizan las operaciones financieras con el resto del mundo contribuyeron a la ampliación de la PII deudora neta de la economía española, excluido el Banco de España, en el período analizado, y de forma destacada la inversión de cartera (véanse cuadro 5 y gráfico 4). Con la excepción de lo que se cataloga como «otra inversión», los efectos de valoración antes comentados contribuyeron a deteriorar la posición exterior.

Al final del primer semestre de 2011, la posición acreedora neta en IED<sup>5</sup> se redujo en 0,5 pp del PIB con respecto a su nivel en 2010, hasta situarse en el 0,7 %. Este descenso refleja tanto la pequeña disminución del valor del *stock* de la inversión de España en el exterior en términos de PIB (de 0,1 pp), hasta el 44,4 % del PIB, como, en mayor medida,

<sup>4</sup> El porcentaje de deuda pública en manos de no residentes se redujo más de 5 pp, hasta el 40 % del total.

<sup>5</sup> Cabe recordar que el procedimiento empleado para estimar el *stock* de la IED incorpora, para las participaciones en el capital de los OSR, los datos del Registro de Inversiones Exteriores del Ministerio de Industria, Comercio y Turismo cuando están disponibles; en esta ocasión, hasta 2009. Los datos posteriores (es decir, 2010 y 2011) se estiman por acumulación de flujos corregidos de tipo de cambio, por lo que no reflejan adecuadamente los cambios en los precios, salvo en el caso de inversiones directas en empresas cotizadas, para las que sí se dispone de una valoración a precios de mercado al final de cada trimestre de referencia.

**ACTIVOS Y PASIVOS FRENTE AL RESTO DEL MUNDO**  
Desglose por instrumentos (a)

CUADRO 5

Porcentaje sobre el total

	Inversión exterior directa		Inversión de cartera		Otra inversión		Derivados financieros	
	Activo	Pasivo	Activo	Pasivo	Activo	Pasivo	Activo	Pasivo
Media 2005-2007	28,8	19,0	39,4	49,1	28,4	29,1	3,4	2,8
2008	33,3	19,3	27,8	43,8	30,4	31,6	8,5	5,2
2009	34,2	19,2	30,2	46,8	29,5	30,6	6,2	3,4
2010	37,5	20,6	25,2	43,0	29,7	32,3	7,6	4,1
I TR 2011	37,9	20,6	24,8	43,9	30,8	31,9	6,5	3,6
II TR 2011	38,3	20,5	23,9	42,7	31,0	33,2	6,7	3,7

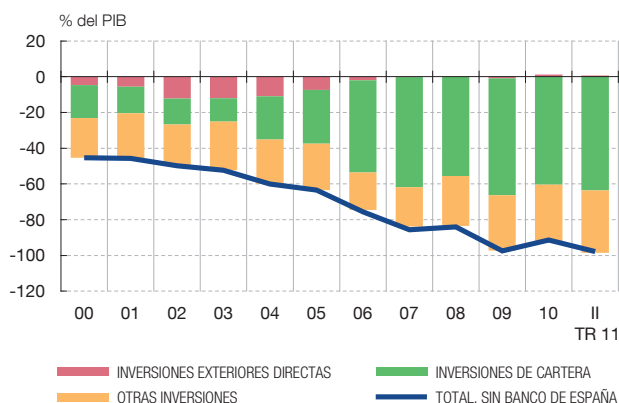
FUENTE: Banco de España.

a Excluido el Banco de España.

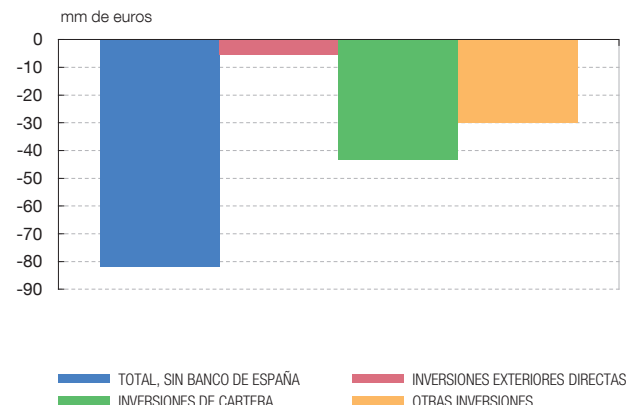
**POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA POR INSTRUMENTOS (a)**

GRÁFICO 4

EVOLUCIÓN 2000 - II TR 2011



VARIACIÓN 2010 - II TR 2011



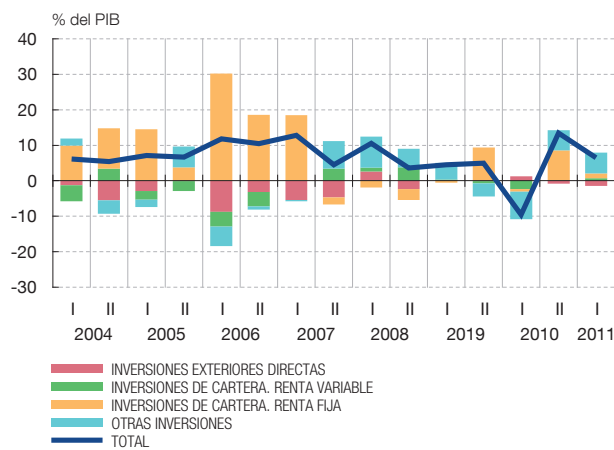
FUENTE: Banco de España.

a Excluido el Banco de España. No se incluyen derivados financieros.

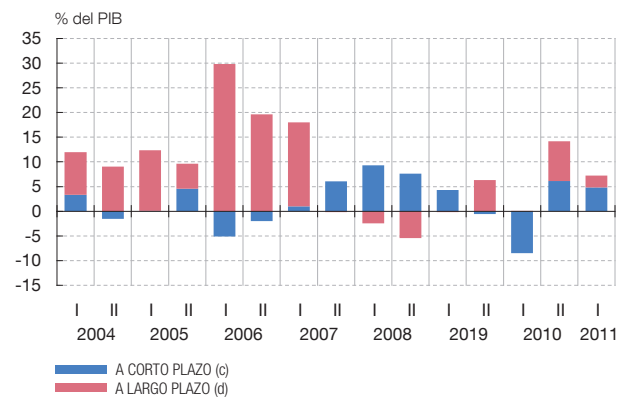
el incremento del de la inversión del exterior en España<sup>6</sup> (0,4 pp del PIB, hasta el 43,7 %). Por lo que se refiere al activo, el impacto negativo de los efectos de valoración prácticamente compensó las inversiones en el exterior acumuladas en el primer semestre de 2011. En cuanto al pasivo, su aumento se explica básicamente por las inversiones netas que los no residentes realizaron en España (véase gráfico 5). En cuanto al destino de las inversiones españolas, la UE es el área donde la presencia de las empresas españolas es más elevada (un 52 % de los activos totales de IED, con el 30 % en la zona del euro y el 15 % en el Reino Unido). Latinoamérica siguió siendo la segunda área en importancia tras la UE, con un 30 % de la IED total. En cuanto a la procedencia de los inversores extranjeros en las empresas españolas, también se observa un claro predominio de la UE (un 78 % del total), correspondiendo la mayor parte a la UEM (un 66 %).

<sup>6</sup> Los flujos con el exterior de inversión de cartera y de IED en el primer semestre de 2011 estuvieron condicionados parcialmente por una fusión entre una empresa española y otra extranjera, que se instrumentó mediante el intercambio de acciones entre los anteriores accionistas de ambas compañías y la constitución de una *holding*. Estas operaciones se han reflejado en la Balanza de Pagos como una entrada de fondos dentro de la inversión de cartera del exterior en España que se compensó con una salida por el mismo importe en la inversión directa de España en el exterior.

DETALLE POR INSTRUMENTOS (b)



INVERSIÓN DE CARTERA EN RENTA FIJA Y EN OTRA INVERSIÓN SEGÚN PLAZO



FUENTE: Banco de España.

- a Variación neta de pasivos menos variación neta de activos. Datos semestrales. Excluido el Banco de España.
- b Se excluyen los derivados financieros.
- c Instrumentos del mercado monetario y otra inversión a corto plazo.
- d Bonos y obligaciones y otra inversión a largo plazo.

Como se ha comentado, buena parte de la ampliación de la posición deudora neta de la economía española correspondió a la inversión de cartera, cuyo saldo deudor aumentó 3,2 pp del PIB, hasta el 63,5 %. Este ascenso se explica mayoritariamente por la reducción del valor de los activos (2,3 pp del PIB, hasta el 27,7 %) y, en segundo término, por el aumento de los pasivos exteriores (0,9 pp del PIB, situándose en el 91,3 %). La evolución del activo resultó fundamentalmente de las desinversiones en el exterior realizadas por residentes en España, mientras que el aumento del pasivo tuvo lugar a pesar de las salidas netas de fondos acumuladas en el primer semestre de 2011.

Cuando se analiza la inversión de cartera por tipos de instrumentos, se observa que el incremento de la posición deudora neta se debió tanto a la renta variable como, en mayor medida, a la renta fija. En el primer caso, el saldo deudor se amplió 1,4 pp (hasta el 9,6 % del PIB), debido a la reducción del valor de los activos (en 0,3 pp, situándose en el 8,7 % del PIB) y, en particular, al incremento del de los pasivos exteriores (1,1 pp del PIB, hasta el 18,3 %). El ascenso de la posición deudora en títulos de renta fija se cifró en 1,9 pp del PIB, hasta el 54 % del PIB. El peso en el PIB de los activos exteriores de renta fija disminuyó 2 pp en relación con el cierre de 2010, hasta el 19 %, y el de los pasivos correspondientes, tan solo 0,1 pp, situándose en el 73 % del PIB.

En la inversión de cartera en el exterior destaca la elevada concentración de las tenencias de activos emitidos por residentes de la UE (un 82 % del total), y especialmente de la UEM (72 % del total). En cuanto al país de procedencia de los inversores extranjeros en títulos españoles, la PII solo aporta información sobre la primera contrapartida no residente conocida, que en muchos casos difiere del tenedor final de los títulos, que es el relevante a efectos del análisis económico. La Encuesta Coordinada de Inversión de Cartera (CPIS, de acuerdo con las siglas de su denominación en inglés) del FMI ofrece información sobre el desglose geográfico de los activos de cartera de otros países frente a España<sup>7</sup>. Los últimos datos disponibles (aunque relativamente desfasados, pues corresponden al cierre de 2009)

7 Los datos de la CPIS se pueden consultar en la página web del FMI: <http://www.imf.org/external/np/sta/pi/cpis.htm>.

muestran el predominio de los países de la UEM —principalmente, Francia y Alemania—, que mantenían alrededor del 70 % del total de pasivos, mientras que el Reino Unido y Estados Unidos acumulaban en torno a un 7 % y un 9 % de los pasivos, respectivamente.

Por su parte, el saldo deudor con el exterior de la otra inversión aumentó 2,3 pp, hasta el 34,9 % del PIB. El valor del *stock* de los pasivos creció con mayor intensidad que el de los activos (3 pp y 0,7 pp, hasta el 70,8 % y el 35,9 % del PIB, respectivamente). En el período analizado, las entradas netas de fondos por este concepto se produjeron como consecuencia, básicamente, de las inversiones de no residentes tanto a largo como a corto plazo en IFM residentes y, en menor medida, debido a la cancelación por parte de estas últimas de préstamos y depósitos constituidos en el extranjero. La desagregación por áreas geográficas de la otra inversión muestra una concentración muy elevada en la UE (que representa el 79 % de los activos y el 92 % de los pasivos), y en particular en la zona del euro (del 51 % en los activos y del 52 % en los pasivos). El Reino Unido también supone una fracción relevante de los activos y pasivos exteriores en forma de otra inversión (un 27 % del activo y un 31 % del pasivo), lo que refleja el papel que desempeña Londres como centro financiero internacional.

Finalmente, el saldo acreedor en derivados financieros se redujo en cerca de 0,3 pp del PIB, hasta situarse en una posición ligeramente deudora, debido a una caída del valor de los activos más intensa que la correspondiente al de los pasivos.

## Conclusiones

En el primer semestre de 2011 se amplió la posición deudora neta que España mantiene frente al resto del mundo, debido a las necesidades de financiación que se generaron en dicho período, inferiores en todo caso a las que se acumularon en igual período de 2010, y al impacto negativo sobre el valor de los activos y pasivos exteriores de los cambios en los precios y tipos de cambio (el llamado *efecto de valoración*). Todos los instrumentos y sectores institucionales contribuyeron a la ampliación de la posición deudora, con la excepción de la autoridad monetaria. En este período, en el que la evolución de los mercados siguió condicionada por la crisis de la deuda soberana en la zona del euro, las ventas de bonos y obligaciones extranjeros realizadas por los españoles superaron las que efectuaron los no residentes de títulos emitidos por el sector privado residente. Por otra parte, las IFM captaron fondos del exterior a través, principalmente, de las operaciones que se engloban en la rúbrica de otra inversión, en particular de las de corto plazo. La intensificación de las tensiones financieras relacionadas con la crisis de la deuda soberana en la UEM a partir del verano seguramente condicionará la evolución de la PII en la segunda mitad del año.

17.10.2011.

## BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2011). *Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España, 2010*.  
— (2011). «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, julio-agosto.  
BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (2011). *Quarterly Report*, septiembre.  
FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1993). *Manual de Balanza de Pagos*, quinta edición.  
MACÍAS, A., y Á. NASH (2007). *Efectos de valoración en la Posición de Inversión Internacional de España*, Documentos Ocasionales, n.º 0704, Banco de España.

LA TRANSPOSICIÓN DE LA DIRECTIVA DE SERVICIOS A LA NORMATIVA ESPAÑOLA  
DEL COMERCIO MINORISTA

## LA TRANSPOSICIÓN DE LA DIRECTIVA DE SERVICIOS A LA NORMATIVA ESPAÑOLA DEL COMERCIO MINORISTA

Este artículo ha sido elaborado por M.<sup>a</sup> de los Llanos Matea, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

Con el fin de crear un auténtico mercado interior de servicios, en diciembre de 2006 el Parlamento y el Consejo europeos aprobaron la Directiva 2006/123/CE relativa a los servicios en el mercado interior (Directiva de Servicios), que tiene por objeto la liberalización de los servicios de mercado en la UE, mediante la reducción de las cargas administrativas y la eliminación de requisitos a la entrada de nuevas empresas. La transposición de la Directiva de Servicios al ordenamiento español está resultando especialmente compleja, dado el elevado número de normas estatales y autonómicas que requieren adecuación. A nivel estatal, se optó por la elaboración de una ley horizontal de transposición («Ley Paraguas»<sup>1</sup>), que recoge los principios generales de la Directiva, y que se complementa con la reforma de la normativa específica de cada sector<sup>2</sup>. Un conjunto importante de esas modificaciones sectoriales se incorporó en la que se conoce como «Ley Ómnibus»<sup>3</sup>, mientras que la legislación relativa al comercio minorista se revisó con la Ley 1/2010, de 1 de marzo, de Ordenación del Comercio Minorista<sup>4</sup>. Dado que la regulación del comercio minorista está transferida a las Comunidades Autónomas (CCAA), esta última Ley solo establece los principios generales que deben aplicarse en las distintas normativas autonómicas que, a su vez, se han debido adaptar a la Directiva.

La modificación de la Ley de Ordenación del Comercio Minorista se abordó de forma independiente y separada de la «Ley Ómnibus» por la relevancia del sector y por la complejidad de la distribución competencial en la materia. La rama del comercio minorista es clave para un buen funcionamiento de la economía y un motor de la creación de empleo, como lo demuestra el hecho de que representó en torno al 4,8 % del VAB del total de la economía en 2009 y alrededor del 10 % de todos los ocupados en 2010. Además, es un eslabón fundamental en la formación de precios, al ser los comerciantes los que en última instancia fijan los precios de la mayoría de los productos de consumo.

En el caso español, la regulación del comercio minorista se había hecho más estricta en la última década, a lo que había contribuido, en buena medida, la generalización en casi todas las CCAA de la necesidad de solicitar una segunda licencia (autonómica), además de la habitual licencia municipal, para el establecimiento de comercios que tuvieran la consideración de «gran superficie». Por otra parte, la superficie a partir de la cual se fijaba este requisito se había ido generalizando a comercios de dimensión cada vez menor, y había empezado a extenderse a las tiendas de descuento duro. Existe evidencia<sup>5</sup>, además, de que la mayor regulación del comercio al por menor en el pasado ha venido asociada a una mayor inflación y a un menor empleo en el sector. En particular, las barreras a la entrada existentes podrían haber resultado limitativas de la competencia. Es por ello

1 Ley 17/2009, de 23 de noviembre, sobre el libre acceso a las actividades de servicios y su ejercicio.

2 Una visión general del proceso de transposición de la Directiva de Servicios adoptado en España se puede consultar en Banco de España (2009).

3 Ley 25/2009, de 22 de diciembre, de modificación de diversas leyes para su adaptación a la Ley 17/2009, de 23 de noviembre, sobre el libre acceso a las actividades de servicios y su ejercicio.

4 Ley 1/2010, de 1 de marzo, de reforma de la Ley 7/1996, de 15 de enero, de Ordenación del Comercio Minorista. Además, la transposición de la Directiva de Servicios se ha completado con la revisión de los reglamentos en materia de venta ambulante, venta a distancia, canales de distribución y franquicias (reales decretos 199/2010, 200/2010 y 201/2010, todos ellos de 26 de febrero).

5 Véase Matea y Mora (2009 y 2011).

que resulta especialmente importante una adecuada transposición de la Directiva de Servicios a este sector.

En este artículo se describen y analizan los cambios regulatorios en este sector. Para ello, en el apartado segundo se presentan las principales modificaciones de la legislación estatal relativa al comercio minorista. En el apartado tercero se repasa la nueva normativa de las CCAA, en particular en relación con la fijación de regímenes de autorización administrativa para las grandes superficies, y se recogen los cambios que en materia de horarios comerciales y de períodos de rebajas se han llevado a cabo en los últimos años. En el apartado cuarto se ilustra el impacto de todos estos cambios a partir de la estimación de un índice sintético que trata de aproximar el grado de regulación del sector para cada comunidad autónoma según la metodología que se utilizó en Matea y Mora (2007 y 2009), que a su vez partía de la que utiliza la OCDE en la elaboración de indicadores estructurales. En el último apartado se resumen algunas conclusiones.

### El marco regulatorio del comercio minorista en España

La reforma del comercio minorista para su adaptación a la Directiva de Servicios a nivel estatal se ha centrado en dos aspectos fundamentales: la regulación de los establecimientos comerciales y la relativa a las infracciones y sanciones. Por lo que se refiere a los establecimientos comerciales, se estipula con carácter general la libertad de instalación. Además, se elimina la obligatoriedad de autorización autonómica para los grandes establecimientos que existía previamente, si bien las CCAA podrán introducir un régimen de autorización administrativa por tiempo indefinido por razones imperiosas de interés general, como son la protección del medio ambiente y el entorno urbano, la ordenación del territorio, la conservación del patrimonio histórico-artístico y la protección de los consumidores. En ningún caso podrán establecerse requisitos de naturaleza económica, por lo que se suprimen los criterios económicos de otorgamiento de la autorización<sup>6</sup>. En definitiva, la nueva Ley reduce los supuestos por los que las CCAA pueden denegar la autorización de apertura, aunque persisten algunas restricciones, incluidas las «razones de interés general», sin que estas queden acotadas. Por tanto, la eliminación efectiva de los regímenes de autorización en el sector comercial depende, como veremos en la sección siguiente, de la utilización que han hecho las CCAA de esa posibilidad.

Por otro lado, como regla general, y a falta de una resolución en el plazo de seis meses desde la solicitud de una licencia, se establece el silencio positivo. Asimismo, dentro de los grandes establecimientos se distingue entre establecimientos comerciales de carácter individual y colectivo, con el fin de que, si estos últimos disponen de licencia, la instalación dentro del mismo de un gran establecimiento individual no necesita una licencia adicional, dado que su impacto ya habría sido objeto de consideración. Además, las autorizaciones serán libremente transmisibles por su titular, evitando, de esta forma, que se exijan nuevas autorizaciones por cambios de titularidad o por sucesión.

Por otro lado, con el fin de eliminar toda autorización que suponga una traba injustificada a la libertad de establecimiento, se suprime la autorización previa en la venta automática, mientras que en la venta a distancia y franquicias se sustituye la obligación de inscripción previa en el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio por una comunicación a posteriori del inicio de la actividad. Asimismo, se suprime el Registro Especial de Entidades y Centrales de Distribución de Productos Alimenticios Perecederos y se elimina la obligación de instalar gasolineras para la apertura de un gran establecimiento comercial, pasando a ser

<sup>6</sup> Además, se prohíbe la intervención de competidores en los procedimientos de autorización que, en su caso, se establezcan para la instalación de establecimientos comerciales.



Andalucía	Decreto Ley 3/2009, de 22 de diciembre
Aragón	Decreto Ley 1/2010, de 27 de abril
Canarias	Ley 12/2009, de 16 de diciembre
Cantabria	Ley 2/2010, de 4 de mayo
Castilla-La Mancha	Ley 2/2010, de 13 de mayo
Castilla y León	Decreto Ley 3/2009, de 23 de diciembre
Cataluña	Decreto Ley 1/2009, de 22 de diciembre
Comunidad de Madrid	Ley 1/2008, de 26 de junio
Comunidad Foral de Navarra	Ley Foral 6/2010, de 6 de abril
Comunidad Valenciana	Ley 12/2009, de 23 de diciembre
Extremadura	Ley 7/2010, de 19 de julio
Galicia	Ley 7/2009, de 22 de diciembre
Islas Baleares	Ley 8/2009, de 16 de diciembre
La Rioja	Ley 6/2009, de 15 de diciembre
País Vasco	Ley 7/2008, de 25 de junio
Principado de Asturias	Ley 9/2010, de 17 de diciembre
Región de Murcia	Ley 12/2009, de 11 de diciembre

FUENTE: Banco de España.

una decisión potestativa y mediante un procedimiento simplificado<sup>7</sup>. Por último, en la venta ambulante las autorizaciones no podrán ser por tiempo indefinido<sup>8</sup>.

En materia de inspección y sanciones, se ha introducido un nuevo criterio para graduar las sanciones, relativo a la capacidad o solvencia económica de la empresa. Todo ello se completa con el establecimiento de que serán las Administraciones Públicas competentes que incumplan lo dispuesto en el ordenamiento comunitario en materia de comercio minorista y que dé lugar a que el Reino de España sea sancionado por las instituciones europeas las que asuman, en la parte que les sea imputable, las responsabilidades que se deriven.

#### Las modificaciones recientes en la legislación autonómica

Las CCAA han adaptado también sus normativas autonómicas a la Directiva de Servicios (véase cuadro 1). De hecho, como se ha señalado, a partir del nuevo marco regulatorio estatal son las CCAA las que deben decidir si implantan o no un régimen de autorización administrativa. A continuación se detalla cómo ha quedado esta materia a nivel autonómico y se compara con la legislación existente en 2007.

Todas las CCAA, salvo la de Madrid<sup>9</sup>, han mantenido un régimen de autorización para la instalación de grandes superficies acogiendo a razones imperiosas de interés general. En 2007, en la mayoría de las CCAA la superficie mínima para requerir la licencia autonómica para la apertura de grandes superficies era en función del tamaño del municipio en

<sup>7</sup> Esta obligación fue derogada por la Ley Ómnibus.

<sup>8</sup> Con el fin de garantizar la rotación de los competidores, lo que se justifica por la escasez de suelo disponible, no pudiendo establecerse un procedimiento de renovación automática ni que conlleve ningún otro tipo de ventaja para el prestador cesante.

<sup>9</sup> Aunque la Ley 1/2008, de 26 de junio, de la Comunidad de Madrid recogía la autorización previa para la instalación y ampliación de un gran establecimiento comercial, la Ley 8/2009, de 21 de diciembre, de esta misma Comunidad sustituyó la autorización por una comunicación previa a la Consejería competente.

	2007		Entrada en vigor nueva legislación	2011	
	Superficie (m <sup>2</sup> )	Condiciones según población del municipio		Superficie (m <sup>2</sup> )	Condiciones según población del municipio
Andalucía	1.000	Menos de 10.000	25 de diciembre de 2009	2.500	No se aplica
	1.300	10.000-25.000			
	2.500	Más de 25.000			
Aragón	600	Menos de 20.000	6 de mayo de 2010	2.500	No se aplica
	1.000	20.001-499.999			
	2.000	Más de 500.000			
Canarias					
El Hierro y La Gomera	500	No se aplica		500	El Hierro y La Gomera
La Palma, Fuerteventura y Lanzarote	750	Menos de 20.000	22 de diciembre de 2009	1.000	La Palma
	1.000	Más de 20.000		1.250	Fuerteventura
Gran Canaria y Tenerife	750	Menos de 20.000		1.650	Lanzarote
	1.500	20.000-200.000		2.500	Gran Canaria y Tenerife
	2.000	Más de 200.000			
Cantabria	2.500	No se aplica	15 de mayo de 2010	2.500	No se aplica
Castilla-La Mancha	750	Hasta 10.000	22 de mayo de 2010	2.500	No se aplica
	1.000	10.001-25.000			
	2.000	Más de 25.000			
Castilla y León	1.000	Hasta 10.000	27 de diciembre de 2009	2.500	No se aplica
	1.500	10.001-50.000			
	2.000	Más de 50.000			
Cataluña	800	Hasta 10.000	30 de diciembre de 2009	2.500	No se aplica
	1.300	10.001-25.000			
	2.000	25.001-240.000			
	2.500	Más de 240.000			
Comunidad de Madrid	1.500	Menos de 10.000	27 de junio de 2008	2.500	No se aplica
	2.000	10.000-25.000			
	2.500	Más de 25.000			
Comunidad Foral de Navarra	1.500	Menos de 12.000	15 de abril de 2010	2.500	No se aplica
	2.500	Más de 12.000			
	2.500	Pamplona y comarca			
Comunidad Valenciana	600	Menos de 40.000	31 de diciembre de 2009	2.500	No se aplica
	1.000	Más de 39.999			
Extremadura	750	Hasta 10.000	23 de julio de 2010	2.500	No se aplica
	1.500	10.000-50.000			
	2.000	Más de 50.000			
Galicia	2.500	No se aplica	23 de diciembre de 2009	2.500	No se aplica
	250	Hasta 3.000			
Islas Baleares (b)	400	3.001-10.000	23 de diciembre de 2009	200	Formentera
	600	10.001-20.000		400	Menorca e Ibiza
	800	Más de 20.000		700	Mallorca
	1.300	Palma			
La Rioja	1.000	Menos de 10.000	24 de diciembre de 2009	1.000	Menos de 10.000
	1.500	10.001-24.999		1.500	10.001 - 24.999
	2.500	Más de 25.000		2.500	Más de 25.000
País Vasco	400	Menos de 5.000	8 de julio de 2008	700	No se aplica
	800	5.000-10.000			
	1.000	10.001-24.999			
	2.000	Más de 25.000			
Principado de Asturias	2.500	No se aplica	25 de diciembre de 2010	2.500	No se aplica
	600	Hasta 5.000			
	900	5.001-15.000			
Región de Murcia	1.500	15.001-35.000	25 de diciembre de 2009	2.500	No se aplica
	1.800	35.001-75.000			
	2.500	Más de 75.000			

FUENTE: Banco de España.

a Las superficies están referidas a superficie de venta (no a superficie construida).

b Entre 2002 y 2007 se define un «gran establecimiento comercial» en función del número de trabajadores (criterio principal). Las superficies presentadas en la tabla representan el criterio secundario.

el que se quería ubicar<sup>10</sup>, siendo menor cuanto menor era el municipio, y habiéndose generalizado para establecimientos con menos de 2.500 m<sup>2</sup>. En los nuevos marcos normativos, en general, se han trasladado al ordenamiento autonómico los 2.500 m<sup>2</sup> como la superficie mínima para considerar a un establecimiento como gran establecimiento comercial, eliminándose los criterios que lo relacionaban con la población del municipio correspondiente. Se ha relajado, por tanto, la exigencia de esta autorización específica (véase cuadro 2), aunque siguen existiendo excepciones relevantes<sup>11</sup>.

Más allá de la generalización del requisito de autorización previa para los establecimientos con 2.500 m<sup>2</sup> o más, hay algunas singularidades que matizan el mayor o menor grado de exigencia de la regulación autonómica. Por ejemplo, la legislación de Aragón recoge la posibilidad de delimitar reglamentariamente zonas especialmente vulnerables en las que la superficie para la consideración de gran superficie pudiera ser inferior a los 2.500 m<sup>2</sup>. De igual modo, en Cataluña se establece como norma general que los medianos y los grandes establecimientos comerciales<sup>12</sup> solo podrán implantarse en la trama urbana consolidada de los municipios de más de 5.000 habitantes, o asimilables a estos, o que sean capital de comarca (excepcionalmente podrían implantarse fuera de la trama urbana consolidada, en cuyo caso la licencia sería necesaria a partir de los 800 m<sup>2</sup> de superficie del establecimiento). La CA de Canarias, por su parte, exige también la autorización a establecimientos que no son grandes superficies cuando pertenecen a un grupo empresarial que supera unos umbrales de metros cuadrados de exposición y venta; nuevamente, con umbrales distintos por isla, así como con los centros comerciales, circunstancia que también se da en el Principado de Asturias. Por último, en las Islas Baleares, Cataluña y Región de Murcia el tamaño mínimo a partir del cual se requiere autorización es algo mayor para establecimientos que venden determinados productos, situación que en la CA del Principado de Asturias llega hasta la exención en zonas o sectores industriales dedicados a la venta exclusiva de determinados productos.

Por otro lado, se ha suprimido la licencia comercial específica para las denominadas «tiendas de descuento duro»<sup>13</sup> en todas aquellas CCAA que la exigían, y han desaparecido las moratorias comerciales para las grandes superficies, tras la eliminación en las Islas Baleares de la que aún estaba en vigor en 2007. En conjunto, se han reducido, por tanto, las barreras que impidieron en el pasado la libertad de establecimiento a algunos formatos de distribución. Es de esperar que estos cambios potencien la entrada de nuevos competidores en el mercado de tamaño «mediano» (con menos de 2.500 m<sup>2</sup>), y en especial de tiendas de descuento duro. Cabe recordar el menor peso de este tipo de establecimientos en España, que en 2009 representaba el 6,5 % de las ventas de comestibles, frente a porcentajes del 36,3 % en Alemania y del 23,1 % en Austria, siendo para el conjunto de la zona del euro del 14,3 %<sup>14</sup>.

10 Para un mayor detalle sobre la normativa vigente entre 1997 y 2007, véase Matea y Mora (2009).

11 En particular, en la Rioja se han mantenido los criterios relacionados con la población, mientras que en los dos archipiélagos se han establecido criterios de superficie mínima distintos para cada una de las islas que los forman y, salvo en el caso de Tenerife y Gran Canaria, la superficie mínima es muy inferior a los 2.500 m<sup>2</sup>, de forma que en las Islas Baleares se ha reducido el umbral para considerar a un comercio como gran superficie. Esto último también ha sucedido en el País Vasco, donde dicho criterio es ahora de 700 m<sup>2</sup>.

12 La legislación catalana clasifica los establecimientos comerciales en razón de la superficie de venta como medianos cuando tienen una superficie de venta de más de 800 m<sup>2</sup> y menos de 1.300 m<sup>2</sup>; como grandes establecimientos comerciales, desde 1.300 m<sup>2</sup> y menos de 2.500 m<sup>2</sup>, mientras que los grandes establecimientos comerciales territoriales tienen una superficie de venta superior a 2.500 m<sup>2</sup>, siendo estos últimos los que siempre requieren la autorización autonómica.

13 Se entiende como tales aquellos establecimientos que tienen una estrategia de precios muy agresiva, empleando como instrumento la marca propia (marca blanca), a cambio de escasez de surtido donde elegir, ambiente muy espartano y servicio al cliente muy escaso.

14 Véase Banco Central Europeo (2011).

Finalmente, con carácter general, los criterios de valoración de las CCAA para el otorgamiento de las licencias comerciales se han vinculado a algún instrumento de planificación comercial.

Por otra parte, la Directiva de Servicios no hace referencia a los horarios comerciales ni a los períodos de rebajas, por lo que la legislación estatal no ha modificado estos aspectos. Sin embargo, algunas CCAA han introducido en los últimos años algunos cambios en estas materias. En conjunto, actualmente en la mayoría de las CCAA el horario semanal global es de 72 horas, siendo las excepciones Canarias, Comunidad Valenciana y La Rioja, con 90 horas, y la Comunidad de Madrid, con libertad total de horarios.

Por lo que concierne al número de domingos y festivos que pueden abrir los comercios, las modificaciones han sido menores. En consecuencia, la mayoría de las CCAA siguen fijando en 8 días el número de domingos y festivos en los que los comercios pueden abrir, con las salvedades de la Comunidad de Madrid (22 días), Región de Murcia (10 días) y Canarias y Comunidad Valenciana (9 días).

Por último, en materia de rebajas, algunas CCAA (Islas Baleares, Castilla-La Mancha y Región de Murcia) han reducido el período en el cual está permitido que los establecimientos apliquen rebajas, mientras que en la Comunidad Valenciana se ha ampliado.

**Una aproximación a la medición de la evolución del grado de regulación del comercio minorista en las CCAA a partir de un indicador sintético**

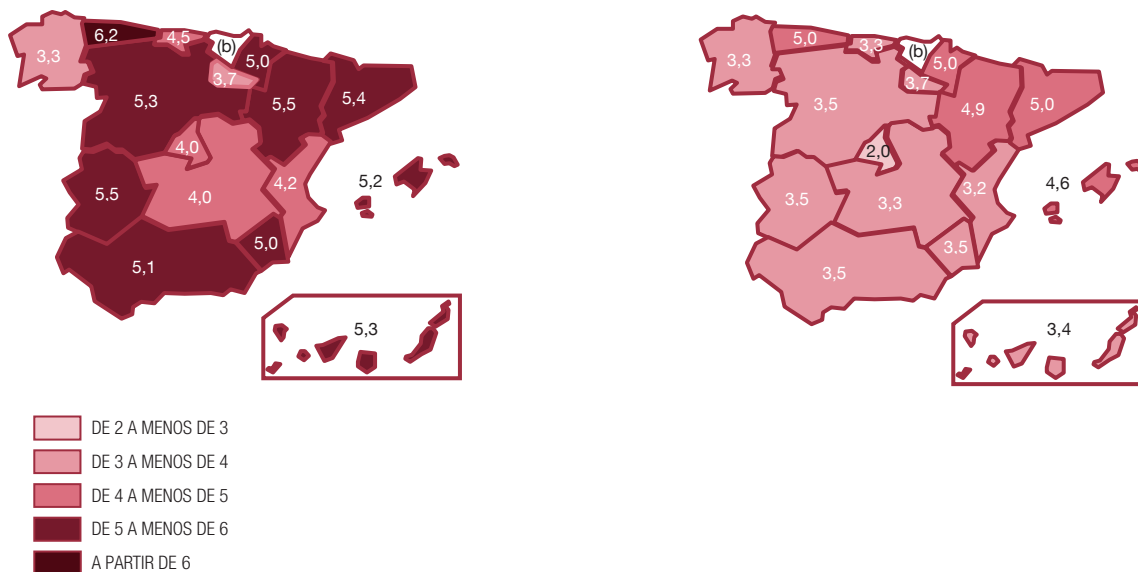
El comercio minorista se caracteriza por una extensa y compleja regulación que afecta a múltiples aspectos y con diferencias notables por CCAA. Con el fin de obtener una visión general de lo que pueden suponer los últimos cambios legislativos introducidos a partir de la transposición de la Directiva de Servicios y los aplicados en materia de horarios comerciales y períodos de rebajas, se ha utilizado el indicador del grado de regulación del comercio minorista elaborado en Matea y Mora (2007 y 2009). Este indicador se construye a partir de una serie de aspectos normativos<sup>15</sup> que se agregan utilizando el método de análisis factorial. Por construcción, el indicador puede tomar valores comprendidos entre 0, ausencia de regulación, y 10, máxima regulación. No obstante, tal y como está definido el indicador no permite considerar todos los aspectos regulatorios modificados, por lo que da una visión necesariamente incompleta de la transformación del sector. Aun así, la aproximación utilizada no debería introducir diferencias importantes entre CCAA, ya que los aspectos que no se contemplan son de aplicación en todas ellas. Con todo, el indicador cuenta con algunas limitaciones que deben ser tenidas en cuenta a la hora de interpretar los resultados.

Con estas salvedades, en el gráfico 1 se ha representado el indicador del grado de regulación del comercio al por menor en 2007 (mapa de la izquierda) y en 2011 (mapa de la derecha), asignándole a cada CA un color más intenso a medida que aumenta el grado de regulación. Al comparar ambos mapas, se aprecia que el correspondiente a 2011 se ha aclarado respecto al de 2007, lo que confirma que se ha reducido el grado de restricción de la normativa en materia de comercio minorista. Esta mejora se debe básicamente a los cambios introducidos con la transposición de la Directiva de Servicios. Más concretamente, si se tienen en cuenta solo los cambios que afectan a la exigencia de una autorización administrativa (esto es, las modificaciones en la definición de gran superficie, la eliminación de la autorización para las tiendas de descuento duro y la supresión de las moratorias),

<sup>15</sup> En particular, el horario semanal global, la apertura en domingos y festivos, el período de rebajas, la definición de gran superficie, la exigencia de licencia autonómica para los establecimientos de descuento duro, las moratorias y los impuestos específicos para las grandes superficies.

2007

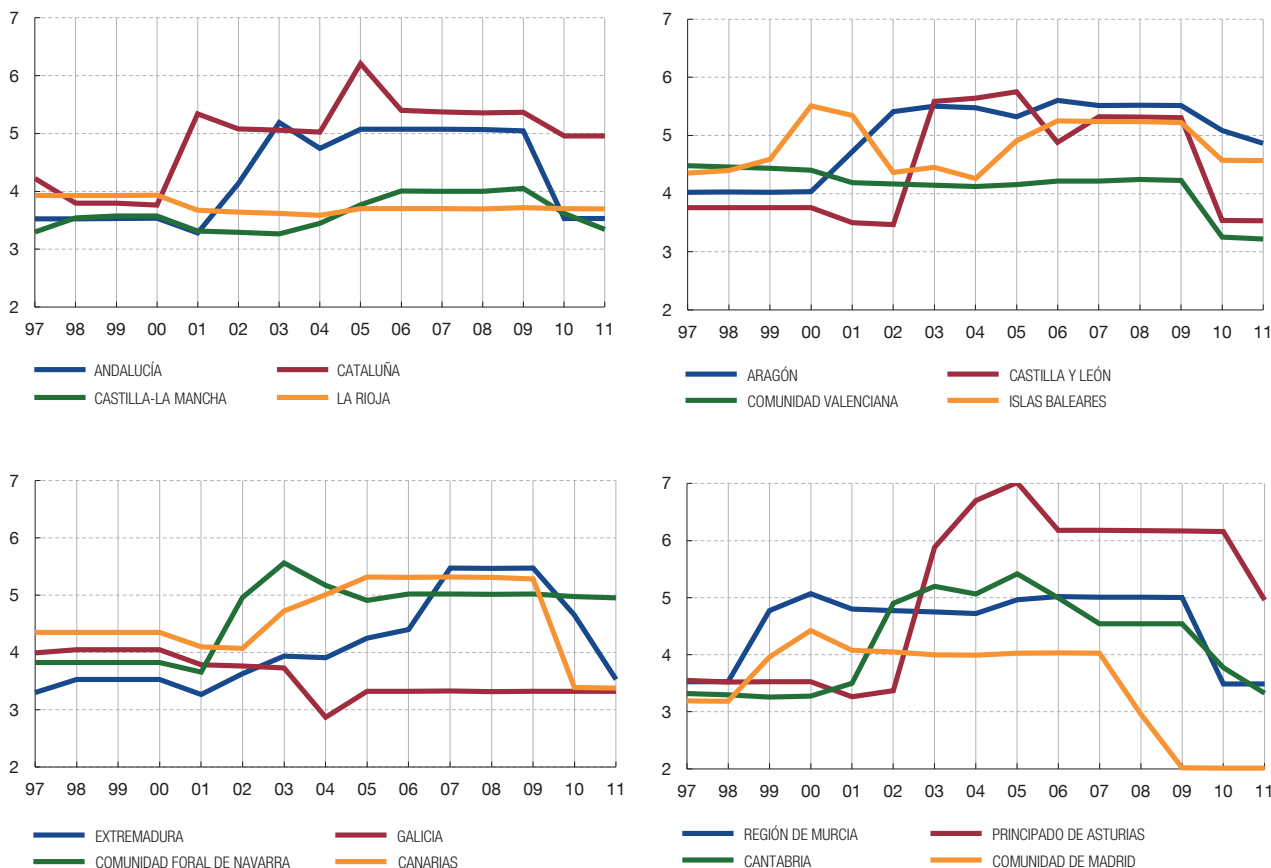
2011



FUENTE: Banco de España.

- a Las cifras están redondeadas a un decimal.
- b Excluido el País Vasco.

INDICADOR DE RESTRICCIÓN AL COMERCIO MINORISTA POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS (a)



FUENTE: Banco de España.

- a Excluido el País Vasco.

casi todas las CCAA han rebajado sus exigencias administrativas. Si, adicionalmente, se consideran las variaciones producidas en la regulación relativa a los horarios comerciales y al período de rebajas, el indicador no registra, con carácter general, cambios adicionales sustanciales. No obstante, como se aprecia en el gráfico 2, la evolución del indicador no ha sido homogénea. A pesar de la tendencia general, en algunas CCAA el grado de regulación es ahora mayor de lo que lo era en 2007<sup>16</sup>, lo que pone de manifiesto que sigue existiendo margen para flexibilizar el marco regulatorio en el que se desarrolla el comercio minorista.

## Conclusiones

En los últimos años, la regulación del comercio minorista en España se ha modificado para adaptarla a la Directiva de Servicios. Con el nuevo marco normativo se han eliminado algunas de las barreras a la entrada preexistentes, en particular se ha suprimido la licencia comercial específica para las denominadas «tiendas de descuento duro» en todas aquellas CCAA que la exigían, y han desaparecido las moratorias comerciales para las grandes superficies. Sin embargo, la mayor parte de las CCAA han mantenido un régimen de autorización para la instalación de grandes superficies acogiéndose a razones de interés general. En conjunto, la transposición de la Directiva de Servicios parece haber comportado, de acuerdo con los indicadores disponibles, un menor grado de regulación que en el período previo, aunque podría haberse aprovechado para efectuar una liberalización mayor del sector, que hubiese reducido las distorsiones que determinadas regulaciones todavía pueden seguir generando en los procesos de formación de costes y precios.

13.10.2011.

## BIBLIOGRAFÍA

- BANCO CENTRAL EUROPEO (2011). *Structural features of distributive trades and their impacts on prices in the euro area*, Occasional Paper, n.º 128.
- BANCO DE ESPAÑA (2009). «La liberalización del sector servicios en España en el contexto de la transposición de la Directiva de Servicios», *Boletín Económico*, julio-agosto, recuadro 5, pp. 58 y 59.
- MINISTERIO DE INDUSTRIA, TURISMO Y COMERCIO (varios años). «La distribución comercial en España», *Boletín Económico de Información Comercial Española*.
- MATEA, M. L., y J. MORA (2007). «Una aproximación a la regulación del comercio al por menor a partir de indicadores sintéticos», *Boletín Económico*, octubre, Banco de España, pp. 89-100.
- (2009). *La evolución de la regulación del comercio minorista en España y sus implicaciones macroeconómicas*, Documentos de Trabajo, n.º 0908, Banco de España.
- (2011). «Comercio minorista y regulación autonómica: efectos en la densidad comercial, el empleo y la inflación», *Revista de Economía Aplicada*, de próxima publicación.

<sup>16</sup> Nótese que la regulación en la Comunidad de Madrid es incluso menor de lo que se desprende del indicador, dado que es la única en la que no se requiere una autorización para la apertura de una gran superficie.

UNA ACTUALIZACIÓN DE LA SITUACIÓN PATRIMONIAL DE LAS FAMILIAS EN ESPAÑA,  
ESTADOS UNIDOS E ITALIA A PARTIR DE LOS RESULTADOS DE ENCUESTAS  
FINANCIERAS

## UNA ACTUALIZACIÓN DE LA SITUACIÓN PATRIMONIAL DE LAS FAMILIAS EN ESPAÑA, ESTADOS UNIDOS E ITALIA A PARTIR DE LOS RESULTADOS DE ENCUESTAS FINANCIERAS

Este artículo ha sido elaborado por Pilar Velilla, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

Las encuestas financieras como la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) en España, *Indagine sui Bilanci delle Famiglie* (IBF) en Italia y el *Survey of Consumer Finances* (SCF) en Estados Unidos permiten relacionar las características sociodemográficas, las rentas, los activos reales y financieros y las deudas de las familias, por lo que constituyen una fuente de información muy valiosa para analizar su situación patrimonial.

En un artículo anterior de este *Boletín Económico*<sup>1</sup> se utilizó esta información para llevar a cabo una comparación de la posición patrimonial de las familias españolas, estadounidenses e italianas a partir de los datos disponibles para el año 2002. En este artículo se actualiza dicha comparación. Más concretamente, las principales variables analizadas son la distribución de la renta y de la riqueza de los hogares por grupos de población homogéneos (agrupados por nivel de ingresos, edad del cabeza de familia, situación laboral del cabeza de familia, educación del cabeza de familia y riqueza neta del hogar); sus tenencias de activos y pasivos, así como su composición; y la carga financiera soportada. Como entonces, la elección de España, Estados Unidos e Italia como países para realizar esta comparación internacional se justifica por la disponibilidad de encuestas similares. En el futuro, la realización de una encuesta financiera a los hogares en todos los países pertenecientes al Eurosistema, siguiendo una metodología similar a la que se realiza en España, permitirá ampliar el alcance de este análisis comparativo de la situación financiera de las familias<sup>2</sup>.

### Datos utilizados y cautelas

En el caso de España, la información procede de la tercera ola de la EFF, correspondiente a 2008, que elabora el Banco de España<sup>3</sup>. La *Indagine sui Bilanci delle Famiglie* (IBF) del año 2008, que lleva a cabo la Banca d'Italia, es la fuente de referencia para Italia, mientras que para Estados Unidos la encuesta utilizada es la *Survey of Consumer Finances* (SCF) del Board of Governors of the Federal Reserve System del año 2007.

Aunque las tres encuestas comparten una metodología similar, existen algunas diferencias que conviene tener en cuenta para la interpretación de los resultados. Por ejemplo, mientras que en España y en Estados Unidos la muestra de hogares se diseña con sobremuestreo de la riqueza, en Italia no se lleva a cabo dicho sobremuestreo, si bien el tamaño muestral de la IBF es mayor que el de la EFF y el de la SCF. Estas diferencias pueden originar discrepancias, que serán más relevantes para aquellas variables donde los valores en el extremo superior de la distribución desempeñen un papel importante. Por ello, con el fin de minimizar los problemas derivados de estas diferencias en el diseño muestral, para la comparación internacional se utilizan medidas menos sensibles a los valores extremos en la parte superior de las distribuciones,

1 Véase «La situación patrimonial de las familias españolas: una comparación microeconómica con Estados Unidos, Italia y el Reino Unido», *Boletín Económico*, abril 2005, Banco de España.

2 Es previsible que los datos de las encuestas financieras de los países que forman el Eurosistema estén disponibles a lo largo del año 2012.

3 Para mayor información sobre la encuesta, véanse *The Spanish Survey of Household Finances (EFF): description and methods of the 2008 wave*, Documentos Ocasionales, n.º 1103, Banco de España, 2011; *The Spanish Survey of Household Finances (EFF): description and methods of the 2005 wave*, Documentos Ocasionales, n.º 0803, Banco de España, 2008, y *The Spanish Survey of Household Finances (EFF): description and methods of the 2002 wave*, Documentos Ocasionales, n.º 0409, Banco de España, 2004.



tales como la mediana<sup>4</sup>, en vez de la media, y los percentiles 25 y 75, en lugar de las desviaciones estándar.

En cuanto a las variables investigadas, en general, las encuestas de España y de Estados Unidos son muy similares; sin embargo, la encuesta de Italia presenta algunas diferencias sustanciales para determinados activos y para la renta de las familias. En concreto, la riqueza financiera de los hogares italianos no incluye los planes de pensiones, que sí se consideran en la EFF y en la SCF. Otra fuente de discrepancia de la IBF respecto a las otras encuestas es el hecho de que la renta de los hogares es neta de impuestos, de manera que tanto el nivel como la dispersión de la renta de las familias italianas tenderán a ser, en general, menores que las que corresponderían si se considerara la renta en términos brutos. Estas diferencias, no obstante, se tienen en cuenta al analizar los resultados.

Además, las preguntas que se formulan a los hogares en las encuestas financieras de cada uno de los países estudiados no son exactamente iguales, planteándose a veces algunas cuestiones en unas encuestas que no se preguntan en otras. Esto ha hecho que para algunas variables se hayan realizado ajustes, con el fin de hacerlas comparables entre países<sup>5</sup>.

También conviene hacer notar que las encuestas se han realizado en años diferentes. Así, en el caso de Estados Unidos solo una pequeña proporción de entrevistas se realizó en 2008, mientras que en España tuvieron lugar entre noviembre 2008 y junio 2009; y en Italia, de enero a septiembre de 2009. Esto supone que la mayoría de los datos recogidos en la encuesta americana no se han visto afectados por la fuerte caída de la actividad, la reducción generalizada de los precios de los activos financieros y la sostenida disminución de los precios de la vivienda que acompañaron a la crisis y que se han debido traducir en una reducción considerable del patrimonio de las familias.

Hay que señalar, finalmente, que todas las magnitudes monetarias se han ajustado por inflación y por paridad de poder de compra de los distintos países, de manera que sean comparables<sup>6</sup>.

## La distribución de la riqueza neta y de la renta

El cuadro 1 presenta algunas medidas de la distribución de la riqueza de las familias para los tres países objeto de estudio, tanto para el total de hogares como por grupos de población en función del nivel de ingresos, edad del cabeza de familia, situación laboral del cabeza de familia, educación del cabeza de familia y riqueza neta del hogar.

Por lo que respecta a la distribución de la riqueza, España es el país en que es más homogénea. Una forma de medir su dispersión es mediante la diferencia relativa de los percentiles 75 y 25. Para el total de hogares españoles, esta medida (3,4 %) es menor que la observada en Italia (17,9 %) y está muy por debajo del valor registrado en los Estados Unidos, donde supera el 100 % (113,5 %). Por grupos de hogares, las diferencias se

4 La mediana es el valor de la variable que deja el mismo número de datos antes y después que él, una vez ordenados estos. De acuerdo con esta definición, el conjunto de datos menores (o iguales) que la mediana representarán el 50 % de los datos, y los que sean mayores que la mediana representarán el otro 50 % del total de datos de la muestra. El percentil 25 (75) es el valor que deja por debajo de sí, tras ordenarlas de menor a mayor, el 25 % (75 %) de las observaciones y por encima el 75 % (25 %) restante.

5 Los resultados presentados en este artículo para la riqueza son diferentes de los publicados en «Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2008: métodos, resultados y cambios desde 2005», *Boletín Económico*, diciembre 2010, puesto que, por problemas de comparación con los otros países, se han excluido de la definición de riqueza las joyas y los objetos de valor. Es decir, la riqueza neta se define como el valor de los activos (reales y financieros) menos el importe de las deudas, excluidos el valor de los automóviles u otros vehículos, así como las joyas y otros objetos de valor.

6 Más concretamente, las magnitudes monetarias están expresadas en euros del primer trimestre de 2009.

**RIQUEZA NETA DE LOS HOGARES (a)**  
**DISTRIBUCIÓN POR CARACTERÍSTICAS DE LOS HOGARES**

**CUADRO 1**

Medianas y medias en miles de euros del I TR 2009

Características de los hogares	ESPAÑA			ITALIA (c)			ESTADOS UNIDOS		
	Mediana	Media	(p75-p25)/ p25 (b)	Mediana	Media	(p75-p25)/ p25	Mediana	Media	(p75-p25)/ p25
Todos los hogares	176,9 (5,5) (d)	284,4	3,4	150,2 (2,1)	236,4	17,9	73,9 (3,0)	388,6	113,5
Percentil de renta									
Menor de 20	113,2	137,7	4,0	5,6	52,9	(e)	1,3	71,7	(e)
Entre 20 y 40	135,5	174,9	3,9	85,2	111,5	40,7	19,1	89,2	(e)
Entre 40 y 60	159,8	217,3	2,7	150,3	179,1	4,6	51,5	138,2	38,3
Entre 60 y 80	209,8	285,5	3,5	208,3	246,7	1,6	129,1	251,6	7,7
Entre 80 y 90	263,6	357,6	1,9	304,4	382,8	1,2	238,6	418,3	3,3
Entre 90 y 100	461,3	851,9	2,4	511,3	800,8	2,0	779,6	2.340,4	5,5
Edad del cabeza de familia									
Menor de 35 años	74,4	137,3	69,5	32,0	152,8	193,6	1,0	65,2	(e)
Entre 35 y 44 años	153,4	201,9	4,2	127,1	191,2	46,8	50,6	222,7	208,5
Entre 45 y 54 años	203,4	333,8	2,5	169,8	247,1	9,3	117,7	463,5	14,1
Entre 55 y 64 años	268,8	428,9	2,3	205,3	337,8	3,2	171,0	659,7	9,6
Entre 65 y 74 años	198,8	327,2	2,9	199,3	286,9	4,0	157,8	713,4	9,0
Más de 75 años	153,0	265,6	2,1	120,2	204,9	6,2	148,9	456,0	5,6
Situación laboral del cabeza de familia									
Empleado por cuenta ajena	162,0	221,0	3,2	118,2	187,6	57,8	52,3	239,8	289,5
Empleado por cuenta propia	307,8	634,0	2,9	280,4	432,6	3,3	262,4	1.390,0	12,8
Jubilado	210,6	329,1	2,5	156,2	238,9	4,8	107,9	383,3	22,1
Otro tipo de inactivo o parado	118,2	183,1	8,5	57,4	145,3	(e)	0,8	82,8	(e)
Educación del cabeza de familia									
Inferior a Bachillerato	147,3	204,1	3,2	107,1	161,8	34,9	15,2	95,4	(e)
Bachillerato	193,6	298,3	4,2	187,9	278,7	9,5	46,9	170,9	170,6
Estudios universitarios	296,1	550,0	3,7	302,4	479,3	2,5	131,7	596,0	29,6
Percentil de riqueza neta									
Menor de 25	5,8	15,0	(e)	1,0	1,1	(e)	-1,6	-7,7	(e)
Entre 25 y 50	120,8	122,6	0,5	88,6	84,3	1,3	28,3	31,1	2,9
Entre 50 y 75	234,8	236,9	0,3	204,6	210,2	0,4	144,9	149,9	0,8
Entre 75 y 90	417,3	426,5	0,3	365,0	377,5	0,3	394,3	406,6	0,6
Entre 90 y 100	847,4	1.266,1	0,7	782,1	1.050,6	0,8	1.342,7	2.837,9	2,4

FUENTES: España: Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2008; Italia: *Indagine sui Bilanci delle Famiglie* (IBF) 2008; Estados Unidos: *Survey of Consumer Finances* (SCF) 2007.

- a Las cifras de riqueza neta presentadas no incluyen ni vehículos, ni joyas u otros objetos de valor.  
b Medida de dispersión de la distribución, donde p25 es el valor del percentil 25 y p75 el del percentil 75.  
c Las cifras de riqueza presentadas para Italia no incluyen planes de pensiones.  
d Errores estándar *bootstrap* entre paréntesis.  
e Percentil 25 nulo o negativo.

mantienen en general. Además, se observa que para algunos tipos de hogares, incluso en España, existen grandes diferencias. En concreto, es importante destacar el colectivo de familias cuyo cabeza de familia tiene menos de 35 años.

Por lo que se refiere a la riqueza media de los hogares, el valor más bajo se registra en Italia, mientras que en España es ligeramente superior. Las familias de Estados Unidos tienen una riqueza neta media considerablemente superior a las de los otros dos países. No obstante, como ya se comentó anteriormente, utilizar la media para analizar una variable como la riqueza neta, que presenta valores muy elevados para un número reducido

de hogares, no es un buen indicador para caracterizar la situación del hogar representativo. Por ello, en los cuadros se recoge también la mediana como medida alternativa, menos sensible a los valores extremos de la distribución. Otro factor que justifica el uso de la mediana frente a la media es que en un trabajo como este, en el que se comparan encuestas a hogares con diseños muestrales diferentes, la información que se obtiene de la parte superior de la distribución de la riqueza varía sustancialmente de unas fuentes a otras. Como se muestra en el cuadro 1, la riqueza neta mediana de las familias españolas es ligeramente superior a la registrada en Italia, y más del doble de la de Estados Unidos. La menor concentración de la riqueza que se observa en España se traduce en que la familia representativa española tiene un patrimonio neto mayor que el de la familia típica americana.

Centrándonos en grupos de población más homogéneos, se observa que, por niveles de rentas, estas diferencias se intensifican para los hogares con menos recursos. De hecho, para la mayor parte de las familias ordenadas en función de su nivel de renta, no solo la mediana de la riqueza en España es superior a la de las otras dos economías estudiadas, sino que también se observa esta pauta cuando consideramos como medida la media. Este comportamiento recoge las diferencias que se observan en el mercado inmobiliario en estas tres economías; en concreto, en España el porcentaje de hogares propietarios de algún activo inmobiliario es muy superior al observado en Italia y en Estados Unidos incluso para el grupo de familias con menos recursos.

Por lo que respecta al análisis en función de la edad del cabeza de familia, destaca que, para los hogares más jóvenes (cabeza de familia con edad inferior a 35 años), la riqueza neta mediana observada para España es el doble de la de Italia y muy superior a la de Estados Unidos. De hecho, para todos los grupos de edad, la riqueza neta mediana de las familias españolas es mayor que la de los hogares americanos. Por nivel de educación del cabeza de familia esta pauta se mantiene, aunque las diferencias en la riqueza mediana entre los diferentes niveles educativos son mucho menores en España que las observadas en Italia y, especialmente, en Estados Unidos. La riqueza neta de los hogares americanos cuyo cabeza de familia tiene estudios universitarios es casi nueve veces superior a la de los hogares cuyo cabeza de familia tiene el nivel de educación inferior.

Atendiendo a la situación laboral del cabeza de familia, para los tres países analizados es el colectivo cuyo cabeza de familia trabaja por cuenta propia el que presenta valores más elevados de la riqueza, tanto en media como en mediana, y con una menor dispersión.

En cualquier caso, estos resultados están fuertemente condicionados por el momento en que se llevaron a cabo las entrevistas en Estados Unidos. Como ya se comentó anteriormente, la riqueza de las familias americanas recogida en la encuesta de 2007 no se ha visto afectada ni por las sostenidas caídas de los precios de la vivienda, ni por el desplome de las cotizaciones bursátiles. Con el fin de evaluar el impacto de estos acontecimientos, la Reserva Federal<sup>7</sup> llevó a cabo en 2009 una encuesta a familias que ya fueron entrevistadas en 2007 (se entrevistó al 89 % de los hogares panel). Por lo que respecta a la riqueza neta, un porcentaje considerable de familias (63 %) experimentó reducciones en su patrimonio neto entre 2009 y 2007, con una caída de la riqueza mediana para el total de hogares del 18 %, siendo además esta reducción considerable para determinados hogares.

<sup>7</sup> En el momento de la elaboración de este artículo, los datos micro correspondientes a la muestra panel 2007-2009 no están disponibles.

**RENDA DE LOS HOGARES  
DISTRIBUCIÓN POR CARACTERÍSTICAS DE LOS HOGARES**

CUADRO 2

Medianas en miles de euros del I TR 2009

Características de los hogares	ESPAÑA		ITALIA (a)		ESTADOS UNIDOS	
	Mediana	(p75-p25)/p25	Mediana	(p75-p25)/p25	Mediana	(p75-p25)/p25
Todos los hogares	26,0 (0,6) (b)	1,8	26,1 (0,2)	1,4	34,3 (0,7)	2,5
<b>Percentil de renta</b>						
Menor de 20	8,0	0,8	11,3	0,5	9,0	0,8
Entre 20 y 40	16,7	0,3	19,0	0,2	20,4	0,3
Entre 40 y 60	25,9	0,2	26,1	0,2	34,0	0,3
Entre 60 y 80	36,7	0,2	37,1	0,2	54,6	0,3
Entre 80 y 90	52,1	0,2	50,3	0,1	82,9	0,2
Entre 90 y 100	80,8	0,5	73,2	0,4	150,8	1,0
<b>Edad del cabeza de familia</b>						
Menor de 35 años	26,6	1,0	23,8	1,5	27,1	2,0
Entre 35 y 44 años	29,9	1,3	28,0	1,1	41,2	2,0
Entre 45 y 54 años	31,3	1,3	33,0	1,2	46,8	2,1
Entre 55 y 64 años	31,8	2,0	32,1	1,3	39,7	2,7
Entre 65 y 74 años	18,8	2,0	23,9	1,3	28,3	2,3
Más de 75 años	12,0	1,6	18,5	1,0	16,9	1,8
<b>Situación laboral del cabeza de familia</b>						
Empleado por cuenta ajena	31,7	1,1	28,8	1,2	41,2	1,9
Empleado por cuenta propia	36,6	1,3	38,7	1,3	55,2	3,1
Jubilado	17,9	1,8	21,8	1,3	18,0	2,6
Otro tipo de inactivo o parado	14,8	2,3	9,6	3,1	14,7	2,6
<b>Educación del cabeza de familia</b>						
Inferior a Bachillerato	19,6	1,7	20,9	1,1	16,3	2,1
Bachillerato	30,6	1,1	33,1	1,0	26,8	2,0
Estudios universitarios	45,3	1,5	49,5	1,2	48,7	2,1
<b>Percentil de riqueza neta</b>						
Menor de 25	19,6	1,6	16,1	1,0	18,7	2,4
Entre 25 y 50	21,1	1,6	21,7	1,0	28,5	1,6
Entre 50 y 75	26,5	1,6	29,8	0,9	41,1	1,9
Entre 75 y 90	36,1	1,2	39,8	0,9	59,8	1,6
Entre 90 y 100	48,6	1,7	58,7	0,9	114,6	2,5

FUENTES: EFF 2008, IBF 2008 y SCF 2007.

- a** En el caso de Italia, el concepto de renta disponible es renta neta, contrariamente a los otros países en los que es renta bruta.  
**b** Errores estándar *bootstrap* entre paréntesis.

El cuadro 2 presenta la mediana y la dispersión de la renta de los hogares. El primer resultado que interesa destacar es la menor variabilidad de la dispersión de la renta respecto a la mostrada por la riqueza para las diferentes tipologías de hogares.

Tanto el valor de la renta mediana de los hogares españoles como su dispersión son inferiores a las de Estados Unidos, pauta que se mantiene prácticamente para tipologías de hogares más homogéneos. Los datos de Italia no son directamente comparables, puesto que la renta está expresada en términos netos de impuestos, mientras que en el resto de países aparece en términos brutos.

**DISTRIBUCIÓN DEL VALOR DE LOS ACTIVOS DE LOS HOGARES, POR TIPO DE ACTIVO Y CARACTERÍSTICAS DE LOS HOGARES (% SOBRE ACTIVOS TOTALES)**

Características de los hogares	Activos reales como porcentaje de activos totales	Activos financieros como porcentaje de activos totales	Vivienda principal	Otras propiedades inmobiliarias	Negocios por trabajo por cuenta propia
ESPAÑA					
Todos los hogares	89,1	10,9	55,0	24,9	9,2
Percentil de renta					
Menor de 40	92,8	7,2	72,1	17,6	3,1
Entre 40 y 60	92,8	7,2	64,7	20,9	7,2
Entre 60 y 80	89,8	10,2	56,5	26,4	6,9
Entre 80 y 90	87,7	12,3	55,9	23,5	8,3
Entre 90 y 100	84,5	15,5	36,1	31,8	16,6
ITALIA (a)					
Todos los hogares	91,6	8,4	66,0	16,9	8,6
Percentil de renta					
Menor de 40	93,7	6,3	81,2	8,1	4,4
Entre 40 y 60	93,5	6,5	79,1	9,8	4,6
Entre 60 y 80	91,8	8,2	75,3	13,4	3,2
Entre 80 y 90	92,0	8,0	63,6	19,8	8,6
Entre 90 y 100	89,5	10,5	49,0	24,9	15,7
ESTADOS UNIDOS					
Todos los hogares	64,7	35,6	32,9	11,3	20,2
Percentil de renta					
Menor de 40	74,7	25,3	53,3	10,2	11,2
Entre 40 y 60	70,1	29,9	51,7	8,6	9,8
Entre 60 y 80	65,5	34,5	47,9	10,4	7,2
Entre 80 y 90	68,6	31,4	46,4	10,4	11,9
Entre 90 y 100	60,9	39,1	20,3	12,3	28,3

FUENTES: EFF 2008, IBF 2008 y SCF 2007.

a Los porcentajes para Italia no son relativos a los activos totales, sino al agregado de activos disponibles, que excluye planes de pensiones.

Atendiendo a los resultados del panel de hogares americano de 2009, las variaciones de la renta agregada fueron mínimas durante el período 2007-2009.

**Composición de la riqueza bruta**

**DISTRIBUCIÓN DE LA RIQUEZA POR TIPO DE ACTIVOS**

Las dos primeras columnas del cuadro 3 muestran la proporción que suponen los activos reales y financieros respecto de la riqueza bruta de los hogares. Los activos reales se desglosan en la vivienda principal, las otras propiedades inmobiliarias<sup>8</sup> y los negocios por cuenta propia de las familias (columnas 3 a 5). Por lo que respecta a los activos financieros, se han considerado las cuentas bancarias y los depósitos, los planes de pensiones y seguros<sup>9</sup>, los fondos de inversión, los valores de renta fija, las acciones y participaciones y el resto de activos financieros<sup>10</sup> (columnas 6 a 11).

8 En «Otras propiedades inmobiliarias» se incluyen activos inmobiliarios como viviendas, solares y fincas, naves industriales, etc.

9 Se consideran los seguros de inversión o mixtos.

10 Para España, en el resto de activos financieros se incluyen las carteras gestionadas de activos que poseen los hogares. En Estados Unidos, las acciones no cotizadas y participaciones también se incluyen en este epígrafe, pero su tenencia es muy limitada.

Cuentas y depósitos	Planes de pensiones y seguros de vida de inversión o mixtos	Fondos de inversión	Valores de renta fija	Acciones y participaciones	Otros activos financieros	Características de los hogares
ESPAÑA						
5,3	2,0	0,8	0,2	1,9	0,7	Todos los hogares
Percentil de renta						
4,3	0,8	0,7	0,3	0,6	0,4	Menor de 40
4,5	1,2	0,5	0,1	0,5	0,3	Entre 40 y 60
5,4	2,0	0,6	0,1	1,5	0,6	Entre 60 y 80
5,8	2,7	0,6	0,1	1,4	1,6	Entre 80 y 90
6,2	3,0	1,2	0,2	4,0	0,9	Entre 90 y 100
ITALIA (a)						
5,4	No disponible (ND)	0,6	1,7	0,3	0,4	Todos los hogares
Percentil de renta						
4,9	ND	0,2	0,8	0,0	0,3	Menor de 40
4,8	ND	0,2	1,1	0,1	0,3	Entre 40 y 60
5,6	ND	0,3	1,8	0,2	0,3	Entre 60 y 80
5,6	ND	0,6	1,3	0,2	0,4	Entre 80 y 90
5,7	ND	1,2	2,4	0,6	0,6	Entre 90 y 100
ESTADOS UNIDOS						
5,3	13,5	7,9	1,6	6,3	1,0	Todos los hogares
Percentil de renta						
7,4	7,1	6,5	0,4	3,3	0,6	Menor de 40
6,4	13,8	5,5	0,6	2,7	0,8	Entre 40 y 60
5,7	17,3	5,9	0,4	4,6	0,5	Entre 60 y 80
5,0	17,6	4,6	0,5	3,1	0,6	Entre 80 y 90
4,8	12,6	9,7	2,5	8,4	1,2	Entre 90 y 100

Para todos los países, los activos reales son los que tienen un mayor peso en la cartera de los hogares, oscilando entre el 65 % de Estados Unidos y el 90 % de España e Italia<sup>11</sup>. Además, para estos dos últimos países, aunque el peso de los activos reales disminuye ligeramente con los ingresos, este continúa siendo relevante para los distintos niveles de renta; incluso para los hogares por encima del 90 % de la distribución de la renta, una parte sustancial del valor de los activos de los hogares procede del componente no financiero (85 % en España y 90 % en Italia). En Estados Unidos se observa una mayor variabilidad por niveles de renta: el peso que tienen los activos reales en la riqueza de las familias oscila entre el 75 % para las rentas bajas y el 61 % para el decil más alto de la distribución de la renta.

Considerando el conjunto de hogares, la vivienda principal es el activo más importante de las familias para todos los países, aunque es mucho más importante en Italia y en España (66 % y 55 %, respectivamente) que en Estados Unidos (33 %). La contribución de este activo disminuye para todos los países a medida que aumenta la renta, pero, mientras que

<sup>11</sup> El peso del componente financiero para España e Italia es más parecido de lo que se desprende del cuadro 3, puesto que, si en España se excluyen los planes de pensiones, que no están considerados en la IBF, el peso de los activos financieros respecto de la riqueza bruta es del 9,1 %.

en los dos países mediterráneos se mantiene para todos los niveles de renta como el principal activo, con un peso del 49 % para Italia y del 36 % para España para la decila extrema superior de la renta, en Estados Unidos son los negocios por cuenta propia el componente más importante de la cartera de estos hogares (con un valor del 28 % de su valor, frente al 20 % de la vivienda principal).

A continuación, el activo con mayor peso en la cartera de los hogares es, en España y en Italia, el resto de propiedades inmobiliarias, con una contribución del 25 % y del 17 %, respectivamente. De hecho, para estos dos países, el peso de estas propiedades es superior a la contribución de todos los activos financieros en manos de las familias. Este comportamiento es especialmente importante para España, dado que, incluso para los hogares con menores ingresos, la contribución del resto de propiedades inmobiliarias a la riqueza es el doble de la aportación del conjunto de todos los activos financieros. En Estados Unidos, aunque el peso de los activos inmobiliarios diferentes de la vivienda principal es considerable (11 %), es inferior al de los negocios por cuenta propia (20 %) y al de los planes de pensiones (14 %). Es interesante señalar que, a diferencia de lo que sucede en España y en Italia, el mayor peso de los negocios por cuenta propia se observa para los extremos inferior y superior de la distribución de la renta de los hogares.

Respecto al componente financiero, las variaciones entre países son relevantes. Considerando el peso de los diferentes componentes de la cartera financiera de los hogares, las cuentas y los depósitos bancarios son el activo financiero fundamental en los hogares italianos (64 %) y españoles (49 %), mientras que en Estados Unidos su peso es sustancialmente inferior (15 %). En este país, los activos financieros que tienen un mayor peso en la cartera de los hogares son los planes de pensiones (38 %), los fondos de inversión (22 %) y las tenencias directas de acciones y participaciones (18 %). Por niveles de renta, en España, aunque la importancia relativa de las acciones y participaciones aumenta considerablemente con el nivel de ingresos (26 % para la decila extrema superior de la renta), su contribución a la riqueza total de los hogares se sitúa 15 puntos porcentuales por debajo de la de los depósitos (con una contribución especialmente importante de las cuentas que no permiten efectuar pagos). Para este grupo de hogares, los planes de pensiones suponen el 19 % del valor de la cartera financiera, mientras que los fondos de inversión apenas llegan al 8 %. En Estados Unidos, y para este mismo grupo de familias, los planes de pensiones suponen el 32 % de los activos financieros, seguidos de los fondos de inversión, con un peso del 25 %, y de las acciones y participaciones, que alcanzan el 21 %.

#### TENENCIA DE LOS DISTINTOS TIPOS DE ACTIVOS

El cuadro 4 presenta el porcentaje de hogares que poseen los diferentes activos reales (vivienda principal, otras propiedades inmobiliarias, negocios por cuenta propia). El cuadro 5 recoge de la misma manera el porcentaje de hogares que poseen los diferentes activos financieros (cuentas y depósitos, fondos de inversión, valores de renta fija, planes de pensiones y seguros, acciones y participaciones, y otros activos financieros).

#### Tenencia de activos reales

En España, el porcentaje de hogares propietarios de la vivienda en la que residen es del 83 %, muy por encima de los valores observados en Estados Unidos y en Italia (ambos con el 69 % de propietarios). Es interesante destacar que estas diferencias se hacen más notables para los hogares con menores niveles de renta; en concreto, para el 20 % de los hogares con menores ingresos, el 78 % de las familias españolas es propietaria de su vivienda principal, mientras que este porcentaje se sitúa en el entorno del 40 % para los hogares de Estados Unidos y de Italia. Estas diferencias se mantienen hasta la mitad de la distribución de la renta, mientras que para los hogares con ingresos en la decila más alta de la distribución de la renta el porcentaje de hogares que son propietarios de la vivienda en

TENENCIA DE ACTIVOS REALES: PORCENTAJE DE HOGARES QUE POSEEN EL ACTIVO,  
POR TIPO DE ACTIVO Y CARACTERÍSTICAS DE LOS HOGARES

CUADRO 4

Características de los hogares

	Vivienda principal	Otras propiedades inmobiliarias	Negocios por trabajo por cuenta propia
ESPAÑA			
Todos los hogares	82,7	36,1	12,0
Percentil de renta			
Menor de 20	78,1	20,1	2,2
Entre 20 y 40	78,7	29,7	6,9
Entre 40 y 60	84,1	33,0	12,4
Entre 60 y 80	83,1	42,2	15,7
Entre 80 y 90	87,7	49,1	19,5
Entre 90 y 100	91,3	61,8	25,7
Edad del cabeza de familia			
Menor de 35 años	65,8	18,8	11,1
Entre 35 y 44 años	78,1	29,7	15,8
Entre 45 y 54 años	86,0	41,1	15,7
Entre 55 y 64 años	89,3	51,4	16,0
Entre 65 y 74 años	88,5	45,1	6,4
Más de 75 años	87,8	27,1	1,7
ITALIA			
Todos los hogares	68,7	22,8	13,9
Percentil de renta			
Menor de 20	41,0	10,0	3,4
Entre 20 y 40	59,2	15,6	8,1
Entre 40 y 60	73,4	19,0	12,1
Entre 60 y 80	81,9	24,7	15,1
Entre 80 y 90	85,7	38,1	26,4
Entre 90 y 100	90,1	51,3	34,9
Edad del cabeza de familia			
Menor de 35 años	46,8	13,6	14,6
Entre 35 y 44 años	60,6	19,5	19,3
Entre 45 y 54 años	70,6	25,3	20,5
Entre 55 y 64 años	77,4	31,5	16,6
Entre 65 y 74 años	79,6	30,2	7,0
Más de 75 años	75,6	16,0	1,7
ESTADOS UNIDOS			
Todos los hogares	68,6	19,0	13,6
Percentil de renta			
Menor de 20	41,3	7,3	3,4
Entre 20 y 40	54,7	9,7	5,2
Entre 40 y 60	68,9	15,4	10,4
Entre 60 y 80	83,9	21,8	18,1
Entre 80 y 90	92,5	29,7	19,9
Entre 90 y 100	94,2	51,1	40,6
Edad del cabeza de familia			
Menor de 35 años	40,7	7,9	8,0
Entre 35 y 44 años	66,1	17,2	18,2
Entre 45 y 54 años	77,3	22,0	17,2
Entre 55 y 64 años	81,0	28,0	18,1
Entre 65 y 74 años	85,5	26,5	11,2
Más de 75 años	77,0	17,5	4,5

FUENTES: EFF 2008, IBF 2008 y SCF 2007.



TENENCIA DE ACTIVOS FINANCIEROS: PORCENTAJE DE HOGARES QUE POSEEN EL ACTIVO,  
POR TIPO DE ACTIVO Y CARACTERÍSTICAS DE LOS HOGARES

CUADRO 5

Características de los hogares	Cuentas y depósitos	Fondos de inversión	Valores de renta fija	Planes de pensiones y seguros de vida de inversión o mixtos	Acciones y participaciones	Otros activos financieros
ESPAÑA						
Todos los hogares	92,6	5,6	1,4	25,7	11,1	6,8
Percentil de renta						
Menor de 20	86,6	2,1	1,5	7,4	3,6	3,3
Entre 20 y 40	92,2	3,0	1,2	14,2	6,1	5,1
Entre 40 y 60	92,6	3,4	0,6	25,2	6,9	7,8
Entre 60 y 80	93,2	5,8	1,2	31,1	11,3	5,9
Entre 80 y 90	97,0	8,6	1,7	46,1	18,3	11,0
Entre 90 y 100	99,0	18,4	3,3	54,2	37,2	12,8
Edad del cabeza de familia						
Menor de 35 años	89,2	2,7	0,9	16,7	5,9	8,6
Entre 35 y 44 años	91,8	5,0	0,8	31,9	9,5	10,4
Entre 45 y 54 años	92,2	7,1	1,7	39,2	13,4	7,5
Entre 55 y 64 años	95,5	7,9	2,0	41,8	15,7	6,7
Entre 65 y 74 años	92,4	6,6	1,5	8,5	13,1	3,6
Más de 75 años	94,6	2,7	1,6	1,7	7,6	1,3
ITALIA						
Todos los hogares	89,2	7,2	14,0	8,7	6,2	6,1
Percentil de renta						
Menor de 20	65,1	0,4	2,0	1,3	0,6	1,6
Entre 20 y 40	87,3	2,0	7,5	4,6	1,3	3,5
Entre 40 y 60	95,4	3,7	10,7	7,5	4,0	5,5
Entre 60 y 80	98,8	7,9	19,1	10,8	7,0	7,1
Entre 80 y 90	99,2	14,7	23,0	16,1	10,8	11,6
Entre 90 y 100	99,8	28,8	38,9	22,2	25,2	13,9
Edad del cabeza de familia						
Menor de 35 años	86,6	5,8	6,2	8,9	4,2	6,2
Entre 35 y 44 años	93,5	7,5	10,5	16,2	5,9	7,9
Entre 45 y 54 años	93,6	10,8	15,7	14,5	7,8	6,5
Entre 55 y 64 años	91,8	8,3	21,0	6,5	8,7	6,4
Entre 65 y 74 años	88,9	6,8	18,8	1,4	7,0	5,5
Más de 75 años	77,9	2,9	11,8	0,1	2,8	3,1
ESTADOS UNIDOS						
Todos los hogares	92,2	15,5	16,1	60,9	17,9	9,6
Percentil de renta						
Menor de 20	74,8	5,7	3,9	20,8	5,5	6,7
Entre 20 y 40	90,3	8,6	8,7	45,4	7,6	8,8
Entre 40 y 60	96,0	12,0	15,6	63,2	13,9	9,9
Entre 60 y 80	99,3	18,5	22,0	81,9	22,9	8,7
Entre 80 y 90	100,0	23,2	27,3	90,8	30,8	10,4
Entre 90 y 100	100,0	42,0	32,9	92,6	47,4	16,8
Edad del cabeza de familia						
Menor de 35 años	87,3	5,9	13,9	46,4	13,7	10,1
Entre 35 y 44 años	91,2	13,1	17,5	62,4	17,0	9,6
Entre 45 y 54 años	91,7	15,7	19,8	69,2	18,6	10,8
Entre 55 y 64 años	96,4	19,6	17,7	72,6	21,3	9,6
Entre 65 y 74 años	95,0	24,8	13,9	64,5	19,1	9,6
Más de 75 años	95,3	23,9	10,9	48,9	20,2	6,0

FUENTES: EFF 2008, IBF 2008 y SCF 2007.

la que residen supera el 90 % en todos los países. Por lo que respecta a la edad del cabeza de familia, también se aprecian diferencias sustanciales por países; así, mientras que en España el 66 % de los hogares jóvenes (edad del cabeza de familia inferior a 35 años) es propietario de su vivienda principal, en Italia lo es el 47 % de los mismos y el 40 % en Estados Unidos.

Respecto al porcentaje de hogares que poseen otras propiedades inmobiliarias distintas de la vivienda en la que residen, España es de nuevo el país con un mayor porcentaje de hogares que poseen dichos activos, observándose también diferencias notables entre los países analizados. Más concretamente, un 36 % de los hogares españoles posee otras propiedades inmobiliarias, porcentaje que se sitúa en el 23 % en Italia y desciende al 19 % para los hogares americanos. De la misma manera que para la vivienda principal, las diferencias entre países son más acusadas en la parte inferior de la distribución de la renta. En España, incluso para el colectivo de familias con menos recursos, un porcentaje considerable de hogares posee activos inmobiliarios distintos de su vivienda principal. En concreto, del 20 % de los hogares españoles con menores rentas, un 20 % de ellos posee propiedades inmobiliarias diferentes de la vivienda principal, el doble del valor observado en Italia y el triple del de Estados Unidos. Estas diferencias se reducen considerablemente al considerar los hogares de la decila superior de la distribución de la renta: aproximadamente la mitad de los hogares americanos e Italianos de este grupo poseen otros activos inmobiliarios, frente al 60 % de las familias españolas.

Por lo que respecta a la posesión de negocios relacionados con actividades por cuenta propia de algún miembro del hogar, el porcentaje de hogares propietarios de los mismos es bastante similar en los tres países analizados, oscilando entre el 12 % de los hogares españoles y el 14 % de los italianos.

#### Tenencia de activos financieros

Para todos los países de esta comparativa, las cuentas y los depósitos son los activos más frecuentes en las carteras de los hogares. En España y en Estados Unidos, el 92 % de las familias tiene este tipo de activo, frente al 89 % de las familias italianas. Si agrupamos los hogares por grupos de renta, es para las familias con menores ingresos donde son más patentes las diferencias: así, del 20 % de hogares españoles con menos recursos, un 87 % de los mismos tiene cuentas y depósitos, por encima del 75 % observado en Estados Unidos y del 65 % de Italia. Para los hogares con mayores ingresos, en todos los países prácticamente el 100 % de los hogares tiene este tipo de activo.

El segundo activo más frecuente en la cartera de las familias españolas son los planes de pensiones; un 26 % de los hogares posee este tipo de activo. Este comportamiento se mantiene para todos los niveles de renta, aunque el porcentaje de tenencia crece considerablemente con el nivel de renta. En Estados Unidos, tras las cuentas y los depósitos, también son los planes de pensiones los activos más populares para todos los grupos de renta, pero el porcentaje de hogares que posee este activo financiero es sustancialmente superior al observado en España (61 % de las familias).

Por último, merece una mención especial la escasa tenencia directa de valores de renta fija por parte de los hogares españoles: solamente un 1,4 % de las familias invierte en este tipo de activos. Este comportamiento se mantiene para todos los grupos de renta y de edad del cabeza de familia del hogar, sin superar en ningún caso el 4 %. Esta escasa tenencia no se observa en los otros países: en Italia, los valores de renta fija son, después de las cuentas y de los depósitos, los activos más frecuentes en las carteras de los hogares, con una proporción del 14 %, mientras que en Estados Unidos se sitúan en el 16 %.

De acuerdo con los resultados de la muestra de hogares panel de Estados Unidos de 2009, se observa que, si bien determinados hogares modificaron la composición de su cartera de forma voluntaria, la mayoría de las familias experimentó variaciones en la misma, consecuencia únicamente de cambios en el precio de los diferentes activos reales y financieros. Así, el valor mediano de los activos financieros de las familias se redujo un 5 % durante el período 2007-2009, mientras que el valor mediano de la cartera en activos reales cayó un 14 %.

## Composición del endeudamiento

### DISTRIBUCIÓN POR FINALIDAD

El cuadro 6 recoge la distribución de la deuda de los hogares por finalidades para los tres países analizados, así como el peso que supone la deuda pendiente respecto de la riqueza bruta de las familias, calculado tanto para el conjunto de todos los hogares como para los distintos grupos de renta considerados.

La deuda contraída por las familias españolas representa un 10 % del valor total de sus activos, menor que el valor de Estados Unidos (15 %), pero superior al de Italia (5 %). A diferencia de lo que ocurre en Estados Unidos y en Italia, para las familias españolas con menores niveles de renta (por debajo del percentil 40 de la distribución de los ingresos), el peso del endeudamiento respecto del total de sus activos es inferior al valor mediano observado para el conjunto de todos los hogares. En España, para este colectivo de hogares, su endeudamiento es un 7 % de su riqueza bruta, muy similar al observado en Italia (6 %) y muy por debajo del de Estados Unidos, donde alcanza el 17 %.

Por finalidad de la deuda contraída, la contribución más importante al endeudamiento de las familias de todas las economías analizadas procede de la financiación de inversiones en activos inmobiliarios (incluidas las reformas del hogar) o financieros. En concreto, para España alcanza el 90 % del valor total de las deudas, por encima del valor de Estados Unidos (84 %) y de Italia (74 %). Respecto al endeudamiento vinculado al consumo y la educación, y considerando el grupo de hogares con menores recursos, de nuevo son las familias españolas las que tienen una proporción más baja (11 %), frente al 27 % de Italia y al 32 % de Estados Unidos.

Centrándonos exclusivamente en la deuda utilizada para financiar la educación, destacan los resultados obtenidos para las familias americanas: un 4 % de su endeudamiento se destina a inversión en capital humano, porcentaje que se multiplica por tres para aproximadamente la mitad de los hogares de rentas más bajas. Según los datos de la EFF, este tipo de deudas es insignificante, mientras que la IBF no considera esta posibilidad como posible motivo de endeudamiento. La existencia de diferencias sustanciales en la provisión pública de servicios de educación en España y en Italia, frente a Estados Unidos, podría estar detrás de la menor inversión en capital humano por parte de las familias en los dos países mediterráneos.

### HOGARES CON DEUDAS PENDIENTES

Mientras que las tres cuartas partes de los hogares americanos tienen algún tipo de deuda pendiente (véase cuadro 7), los pasivos de las familias se concentran en España en la mitad de la población y en el 27 % de los hogares de Italia<sup>12</sup>. Para todos los países, la proporción de hogares con deudas pendientes aumenta proporcionalmente con el nivel de ingresos, siendo los grupos con menos probabilidad de tener deudas los hogares del tramo inferior de la distribución de la renta. Para este colectivo de hogares, el porcentaje de familias endeudadas es muy similar en España y en Italia (en el entorno del 16 %-18 %),

<sup>12</sup> Aunque el porcentaje de familias italianas endeudadas ha mostrado durante la última década un incremento de cuatro puntos porcentuales (24 % en el año 2000), continúa siendo muy inferior al observado en otras economías desarrolladas (especialmente en lo que se refiere a las deudas hipotecarias).

ESPAÑA				
Características de los hogares	Compra de la vivienda principal, otras propiedades inmobiliarias, inversiones y reformas en el hogar	Compra de vehículos y otros bienes y servicios		Pro memoria: deuda como porcentaje de activos totales
Todos los hogares	90,2	9,8		10,3
Percentil de renta				
Menor de 40	88,9	11,1		6,6
Entre 40 y 60	89,5	10,5		14,6
Entre 60 y 80	89,8	10,2		12,0
Entre 80 y 90	92,8	7,2		13,4
Entre 90 y 100	89,9	10,1		8,0
ITALIA				
Características de los hogares	Compra de la vivienda principal, otras propiedades inmobiliarias, inversiones y reformas en el hogar	Compra de vehículos y otros bienes y servicios		Pro memoria: deuda como porcentaje de activos totales (a)
Todos los hogares	74,3	25,7		4,6
Percentil de renta				
Menor de 40	72,8	27,2		6,2
Entre 40 y 60	85,8	14,2		6,4
Entre 60 y 80	79,2	20,8		5,3
Entre 80 y 90	79,0	21,0		3,6
Entre 90 y 100	57,2	42,8		3,2
ESTADOS UNIDOS				
Características de los hogares	Compra de la vivienda principal, otras propiedades inmobiliarias, inversiones y reformas en el hogar	Compra de vehículos y otros bienes y servicios (excluida educación)	Educación	Pro memoria: deuda como porcentaje de activos totales
Todos los hogares	84,3	11,8	4,0	15,4
Percentil de renta				
Menor de 40	67,8	20,1	12,1	17,3
Entre 40 y 60	79,9	14,9	5,2	26,2
Entre 60 y 80	82,0	14,1	3,9	26,8
Entre 80 y 90	86,7	10,3	3,0	24,2
Entre 90 y 100	91,5	6,8	1,7	8,6

FUENTES: EFF 2008, IBF 2008 y SCF 2007.

a Los porcentajes para Italia no son relativos a los activos totales, sino al agregado de activos disponibles, que excluye planes de pensiones.

acentuándose considerablemente las diferencias con Estados Unidos (52%). En cualquier caso, la proporción de familias endeudadas en Estados Unidos es muy superior a la registrada en los otros dos países para todos los niveles de renta: la proporción de hogares endeudados oscila entre el 52% para los hogares con menos recursos y el 90% para los de mayor renta, mientras que para España y para Italia los valores extremos varían entre el 17% y el 68% y entre el 18% y el 37%, respectivamente.

Atendiendo a la finalidad de la deuda, el porcentaje de hogares que tienen pasivos para financiar la adquisición de bienes y servicios es relativamente similar para España e Italia, tanto para el conjunto de los hogares como por niveles de renta. Sin embargo, las diferencias con Estados Unidos son considerables: el 82% de los hogares americanos tiene

**PORCENTAJE DE LOS HOGARES QUE TIENEN DEUDAS PENDIENTES, POR OBJETIVO O TIPO DE DEUDA Y CARACTERÍSTICAS DE LOS HOGARES**

**CUADRO 7**

ESPAÑA				
Características de los hogares	Compra de la vivienda principal, otras propiedades inmobiliarias, inversiones y reformas en el hogar	Compra de vehículos y otros bienes y servicios	Algún tipo de deuda	
Todos los hogares	35,7	23,3	50,1	
Percentil de renta				
Menor de 20	8,3	9,5	16,5	
Entre 20 y 40	28,2	20,3	42,3	
Entre 40 y 60	45,6	30,9	63,6	
Entre 60 y 80	44,5	29,4	61,2	
Entre 80 y 90	50,7	29,2	68,5	
Entre 90 y 100	52,3	23,4	64,7	
Edad del cabeza de familia				
Menor de 35 años	52,5	31,3	68,6	
Entre 35 y 44 años	59,9	29,1	72,3	
Entre 45 y 54 años	41,5	30,3	60,0	
Entre 55 y 64 años	28,7	22,3	48,5	
Entre 65 y 74 años	11,2	14,1	22,9	
Más de 75 años	4,0	5,5	9,9	
ITALIA				
Características de los hogares	Compra de la vivienda principal, otras propiedades inmobiliarias, inversiones y reformas en el hogar	Compra de vehículos y otros bienes y servicios	Algún tipo de deuda	
Todos los hogares	12,6	18,5	27,8	
Percentil de renta				
Menor de 20	4,0	14,9	18,0	
Entre 20 y 40	8,7	16,4	22,8	
Entre 40 y 60	15,2	19,6	30,1	
Entre 60 y 80	15,6	21,0	32,7	
Entre 80 y 90	17,6	19,3	33,7	
Entre 90 y 100	21,4	21,7	37,0	
Edad del cabeza de familia				
Menor de 35 años	15,4	25,7	36,8	
Entre 35 y 44 años	22,8	25,5	42,0	
Entre 45 y 54 años	18,7	25,6	39,3	
Entre 55 y 64 años	8,9	18,2	24,8	
Entre 65 y 74 años	3,5	9,4	12,8	
Más de 75 años	1,2	3,6	4,5	
ESTADOS UNIDOS				
Características de los hogares	Compra de la vivienda principal, otras propiedades inmobiliarias, inversiones y reformas en el hogar	Compra de vehículos y otros bienes y servicios (excluida educación)	Educación	Algún tipo de deuda
Todos los hogares	50,1	63,3	18,3	77,0
Percentil de renta				
Menor de 20	15,2	38,8	14,9	51,9
Entre 20 y 40	29,9	56,8	16,5	69,3
Entre 40 y 60	51,5	72,8	20,2	83,5
Entre 60 y 80	71,4	79,8	21,4	90,9
Entre 80 y 90	82,4	74,9	23,1	89,5
Entre 90 y 100	79,7	59,9	13,8	87,6
Edad del cabeza de familia				
Menor de 35 años	38,4	70,2	36,3	83,5
Entre 35 y 44 años	61,9	71,5	19,0	86,2
Entre 45 y 54 años	68,2	70,3	19,1	86,8
Entre 55 y 64 años	56,4	68,4	14,0	81,8
Entre 65 y 74 años	41,4	51,0	3,0	65,5
Más de 75 años	15,0	24,5	1,0	31,4

FUENTES: EFF 2008, IBF 2008 y SCF 2007.

pendiente este tipo de deuda, frente al 23 % de los hogares españoles. Respecto al endeudamiento de las familias norteamericanas para financiar gastos en educación, el 18 % de los hogares tiene este pasivo, siendo además esta proporción bastante estable por niveles de renta. No obstante, como ya se ha comentado anteriormente, estas deudas representan una proporción mayor del endeudamiento de los hogares con menos recursos. Por grupos de edad, el porcentaje de hogares cuyo cabeza de familia tiene menos de 35 años que tienen que hacer frente a deudas para la adquisición de activos reales o financieros (38 %) es muy similar al que tiene deudas para financiar educación.

#### La situación patrimonial de los hogares endeudados

Las encuestas financieras que se realizan a los hogares permiten elaborar diferentes medidas del endeudamiento y la carga financiera soportada por los hogares. En los cuadros 8, 9 y 10 se presentan tres de estas medidas: la ratio de los pagos por deuda (incluyendo amortización e intereses) sobre la renta bruta del hogar, la ratio de deuda total sobre renta bruta y la ratio de deuda total sobre riqueza bruta. Mientras que la primera capta la importancia de los compromisos financieros en el corto plazo, las otras dos medidas reflejan la capacidad de las familias endeudadas para hacer frente a sus compromisos en el medio-largo plazo. En todos los cuadros se proporciona, para cada grupo de hogares, la mediana de cada una de estas ratios, así como el percentil 75 de la distribución. En este tipo de análisis es especialmente interesante estudiar la parte alta de la distribución de estas ratios, puesto que son precisamente los hogares con las ratios más elevadas los que resultan más vulnerables ante posibles perturbaciones que pudieran incidir negativamente sobre su capacidad para hacer frente a los compromisos adquiridos.

#### CARGA FINANCIERA

En los tres países analizados el hogar endeudado mediano destina alrededor de un 19 % de su renta al pago de sus deudas (véase cuadro 8). No obstante, mientras que para España esta cifra es mayor para los hogares con niveles de ingresos más bajos, en Estados Unidos no existen apenas diferencias por niveles de renta. Los hogares italianos muestran un patrón similar al de los españoles.

Por grupos de edad, los hogares más jóvenes dedican en España un porcentaje mayor de su renta (26 %) al pago de sus deudas que los de edades intermedias, patrón similar al observado en Italia. En Estados Unidos no existen apenas diferencias por edad del cabeza de familia, manteniéndose para todos los grupos en el entorno del 18 %-20 %.

#### DEUDA SOBRE RENTA

Las deudas pendientes de los hogares españoles suponen un 105 % de la renta bruta del hogar endeudado mediano (véase cuadro 9). Este valor es ligeramente inferior al valor observado en Estados Unidos (111 %), y más de dos veces el de Italia, donde el valor de las deudas pendientes es el 45 % de la renta neta del hogar. No obstante, las similitudes detectadas en las ratios medianas para España y Estados Unidos al considerar el conjunto de los hogares desaparecen cuando se consideran grupos de población más homogéneos. En concreto, en Estados Unidos la ratio de endeudamiento sobre renta aumenta con el nivel de esta, comportamiento inverso al que se detecta en España, donde los hogares con menos ingresos (en la mitad inferior de la distribución de la renta) son los que presentan las ratios de endeudamiento más altas. De hecho, para el grupo de hogares con deudas pendientes, la ratio de deuda sobre renta es mayor en España (150 %) que en los otros países (Italia, 45 % y Estados Unidos, 76 %) para los hogares cuya renta es inferior al primer quintil de la distribución. Esta pauta se mantiene, además, para los hogares en el siguiente tramo de ingresos.

Atendiendo a la edad del cabeza de familia, los hogares españoles más jóvenes (hasta 35 años) presentan una ratio mediana superior a las de Italia y de Estados Unidos. Para el resto de hogares esta ratio disminuye con la edad en los tres países analizados.

**RATIO DE PAGOS POR DEUDAS SOBRE RENTA DE LOS HOGARES CON DEUDAS PENDIENTES,  
POR CARACTERÍSTICAS DE LOS HOGARES**

**CUADRO 8**

Características de los hogares	ESPAÑA		ITALIA (a)		ESTADOS UNIDOS	
	Mediana	Percentil 75	Mediana	Percentil 75	Mediana	Percentil 75
Todos los hogares con deuda	19,0	35,5	18,7	28,7	19,2	31,3
Percentil de renta						
Menor de 20	39,2	66,3	47,8	111,4	22,2	48,3
Entre 20 y 40	26,4	43,3	24,8	31,5	17,8	32,2
Entre 40 y 60	24,0	33,8	23,9	34,9	20,5	32,1
Entre 60 y 80	17,0	26,5	18,3	32,4	22,2	31,6
Entre 80 y 90	14,4	22,1	16,3	25,3	19,2	28,5
Entre 90 y 100	10,0	17,8	10,9	19,0	12,7	19,8
Edad del cabeza de familia						
Menor de 35 años	25,6	39,8	22,8	36,8	18,6	32,0
Entre 35 y 44 años	21,5	35,1	20,0	30,3	20,8	31,4
Entre 45 y 54 años	17,9	30,1	15,3	24,2	20,0	31,9
Entre 55 y 64 años	12,1	22,4	13,8	20,8	18,1	30,3
Entre 65 y 74 años	15,9	28,7	12,7	22,7	18,2	33,7
Más de 75 años	12,5	21,8	9,0	13,7	13,3	25,7

FUENTES: EFF 2008, IBF 2008 y SCF 2007.

a En el caso de Italia, el concepto de renta disponible es renta neta, contrariamente a los otros países, en los que es renta bruta.

**RATIO DE DEUDA SOBRE RENTA DE LOS HOGARES CON DEUDAS PENDIENTES,  
POR CARACTERÍSTICAS DE LOS HOGARES**

**CUADRO 9**

Características de los hogares	ESPAÑA		ITALIA (a)		ESTADOS UNIDOS	
	Mediana	Percentil 75	Mediana	Percentil 75	Mediana	Percentil 75
Todos los hogares con deuda	104,7	280,5	45,3	161,1	111,4	228,0
Percentil de renta						
Menor de 20	147,7	517,2	45,3	157,1	75,6	255,4
Entre 20 y 40	137,0	374,9	45,6	233,0	62,7	196,7
Entre 40 y 60	148,0	339,8	53,5	251,8	118,6	251,6
Entre 60 y 80	95,8	271,8	38,7	144,9	148,4	243,9
Entre 80 y 90	84,6	207,1	41,3	41,3	155,4	236,2
Entre 90 y 100	62,0	158,7	39,3	113,9	98,3	163,2
Edad del cabeza de familia						
Menor de 35 años	217,4	450,0	58,3	232,8	90,7	243,1
Entre 35 y 44 años	142,7	319,7	75,4	251,7	145,4	247,4
Entre 45 y 54 años	89,9	234,6	42,2	140,2	121,1	225,7
Entre 55 y 64 años	41,0	128,2	28,8	75,7	100,0	192,5
Entre 65 y 74 años	55,3	187,3	16,9	57,5	84,6	209,5
Más de 75 años	18,5	85,4	16,3	50,9	44,1	158,7

FUENTES: EFF 2008, IBF 2008 y SCF 2007.

a En el caso de Italia, el concepto de renta disponible es renta neta, contrariamente a los otros países, en los que es renta bruta.

Características de los hogares	ESPAÑA		ITALIA (a)		ESTADOS UNIDOS	
	Mediana	Percentil 75	Mediana	Percentil 75	Mediana	Percentil 75
Todos los hogares con deuda	19,2	48,1	17,2	51,9	41,3	85,0
Percentil de renta						
Menor de 20	25,5	87,6	105,7	(b)	67,1	1369,9
Entre 20 y 40	23,9	66,2	33,3	89,5	58,9	213,4
Entre 40 y 60	24,5	51,8	22,1	57,4	52,6	93,8
Entre 60 y 80	19,1	51,4	10,6	33,8	42,7	72,7
Entre 80 y 90	15,7	37,2	7,5	20,7	37,2	58,0
Entre 90 y 100	12,8	28,8	6,2	14,8	17,7	35,5
Edad del cabeza de familia						
Menor de 35 años	52,0	93,3	40,8	100,0	91,1	324,3
Entre 35 y 44 años	24,6	51,1	24,2	57,1	53,9	85,8
Entre 45 y 54 años	13,5	35,1	10,9	39,0	33,8	64,0
Entre 55 y 64 años	5,7	16,9	6,0	26,3	20,4	45,7
Entre 65 y 74 años	8,1	29,3	3,9	16,6	15,5	42,0
Más de 75 años	6,2	25,3	6,3	37,5	9,1	28,3

FUENTES: EFF 2008, IBF 2008 y SCF 2007.

a Las cifras de riqueza para Italia no incluyen planes de pensiones.

b Más del 25% de las observaciones tienen riqueza bruta nula.

#### DEUDA SOBRE RIQUEZA

El cuadro 10 presenta los datos relativos a la ratio de deuda sobre riqueza bruta. Para el hogar endeudado mediano español, sus deudas representan el 19 % del valor total de sus activos (activos reales más activos financieros), ligeramente por encima del valor obtenido para Italia (17 %) <sup>13</sup>. En Estados Unidos esta ratio se sitúa en el 41 %. Atendiendo a la distribución de la renta, los hogares con menores recursos (por debajo del primer quintil de rentas) en España <sup>14</sup> tienen una ratio (26 %) muy por debajo de la de Estados Unidos (67 %) y sobre todo de la de Italia (106 %). Para el siguiente tramo de ingresos, España sigue teniendo la menor ratio mediana (24 %), aunque las diferencias con Italia (33 %) y Estados Unidos (59 %) son menores.

Por lo que se refiere a la edad del cabeza de familia, para los tres países se observa que la ratio de endeudamiento es mayor para los hogares más jóvenes, familias que son por tanto más vulnerables a variaciones de los precios de los activos.

#### Conclusiones

En este artículo se realiza un análisis comparativo de la situación patrimonial de las familias españolas, estadounidenses e italianas a partir de la información extraída de las encuestas financieras realizadas en estos tres países, que permite extraer algunas conclusiones relevantes.

En primer lugar, la distribución de la riqueza neta entre las familias españolas es más homogénea que en las otras dos economías analizadas. Asimismo, el valor mediano de la

<sup>13</sup> La falta de información sobre planes de pensiones en poder de los hogares italianos provoca que la ratio de deuda sobre riqueza bruta esté sobrevalorada, aunque con la información agregada disponible no parece que este sesgo sea excesivamente importante.

<sup>14</sup> Aunque en España la ratio de deuda sobre renta es especialmente elevada para los hogares con menos recursos, su vulnerabilidad se reduce considerablemente si se considera la ratio deuda sobre riqueza bruta del hogar.



riqueza neta es superior en España al del resto de países, diferencia que se acentúa especialmente para los hogares situados en la parte inferior de la distribución de la renta. Este rasgo diferencial de las familias españolas viene acompañado, por otra parte, de una composición también diferente de sus carteras. En concreto, es en España donde se registran los valores más elevados para el porcentaje de hogares propietarios de su vivienda principal y el de otras propiedades inmobiliarias, y esto es especialmente relevante para los hogares con menos recursos. Además, es en España y en Italia donde los activos financieros tienen un menor peso en la cartera de las familias.

Respecto al pasivo de las familias, los hogares españoles son los que menos se endeudan para financiar gastos en consumo y, de nuevo, las diferencias son más patentes para el colectivo de hogares situados en la parte inferior de la distribución de la renta. Estos, no obstante, presentan unas ratios de deuda sobre renta comparativamente mayores, aunque muestran también unas ratios de deuda sobre riqueza inferiores, consecuencia de la mayor propensión de este grupo de familias a la compra de la vivienda principal y su financiación mediante préstamos. De hecho, a la hora de comparar la situación de los hogares españoles endeudados con los de otros países, es preciso tener en mente la considerable dependencia de las familias de nuestro país de la evolución de los precios de los activos inmobiliarios.

Hay que señalar, por último, que las tres encuestas financieras analizadas se han realizado en fechas diferentes y previas a caídas de cierta magnitud en los precios de las viviendas y de los activos financieros, así como al incremento del paro y sus consiguientes efectos sobre las rentas de los hogares. Por ello, los resultados que se presentan en este artículo no se pueden extrapolar al momento actual.

17.10.2011.

#### **ANEJO: Descripción de las encuestas financieras utilizadas**

ESPAÑA: ENCUESTA FINANCIERA DE LAS FAMILIAS (EFF) 2008

La EFF es una encuesta que se inició en el año 2002 con periodicidad trianual, que plantea una amplia batería de preguntas a los hogares sobre sus rentas, activos, deudas, gastos y características sociodemográficas. La EFF es la única fuente estadística en España que permite relacionar las rentas, los activos, las deudas y el gasto de cada unidad familiar. La tercera edición de la EFF, en la que se entrevista aproximadamente a 6.200 familias, da continuidad a las dos olas anteriores, llevadas a cabo en 2002 y 2005. Dos características relevantes de esta encuesta son, en primer lugar, que a partir de 2005 se ha entrevistado a una parte de los hogares que colaboraron en ediciones anteriores (además de una muestra de refresco para preservar la representatividad) y, en segundo lugar, que la muestra contiene un elevado número de hogares con un alto nivel de riqueza, con el fin de facilitar el estudio del comportamiento financiero de las familias en el tramo superior de la distribución de la riqueza (sobremuestreo de los hogares con mayor riqueza).

ITALIA: *INDAGINE SUI BILANCI DELLE FAMIGLIE* (IBF) 2008

La encuesta llevada a cabo en Italia sobre rentas y riqueza de los hogares se realiza con carácter bianual, a unas 8.000 familias aproximadamente. Respecto a la muestra de hogares entrevistados desde el año 1989, una parte de las entrevistas se realiza a hogares que ya respondieron en ediciones anteriores de la encuesta.

Respecto a las limitaciones que presenta esta encuesta para la comparación internacional que se realiza en este artículo, la más relevante sin duda es la ausencia de información sobre el valor de los planes de pensiones de los hogares. Otra diferencia con los datos de las otras encuestas es que las rentas de los hogares que se proporciona en la IBF es neta de impuestos.

No realiza ningún tipo de sobremuestreo de los hogares más ricos, lo que puede generar ausencia de observaciones para determinados activos que precisamente se concentran en este tipo de hogares.

ESTADOS UNIDOS: *SURVEY  
OF CONSUMER FINANCES (SCF)*  
2007

El SCF es una encuesta trianual que recopila información muy detallada sobre la situación patrimonial de unos 4.400 hogares. La necesidad de medir determinadas características financieras de los hogares exige un diseño muestral específico, iniciado en 1989, basado en una muestra aleatoria estándar y en otra con un sobremuestreo de los hogares más ricos.



## Introducción

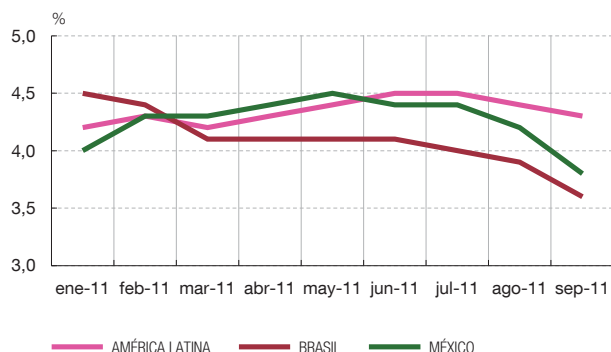
El cambio en el entorno internacional ocurrido durante el verano, con un notable deterioro de las perspectivas de recuperación en las principales economías y la agudización de la crisis en el área del euro, ha terminado por afectar a las economías latinoamericanas, que hasta esa fecha se habían mantenido en gran medida al margen de los acontecimientos en los mercados internacionales.

Además del impacto más inmediato en los precios de los activos financieros, el cambio se ha operado en una doble vertiente. Por una parte, ha tenido lugar un punto de inflexión en las perspectivas económicas, reflejado en las previsiones de crecimiento de varias de las principales economías de la región, que empiezan a incorporar revisiones a la baja de cierta entidad para 2011 y 2012 (véase gráfico 1). Por otra, la combinación de políticas económicas ha comenzado a reequilibrarse: la política monetaria se acomoda a un entorno más incierto, a pesar de que las presiones inflacionistas no han mostrado de momento señales claras de remisión, mientras que la política fiscal no ha tomado un carácter decididamente restrictivo. En este sentido, se ha detenido el ciclo de subida de los tipos de interés oficiales que se había iniciado en 2010, y el banco central de Brasil ha relajado su política monetaria.

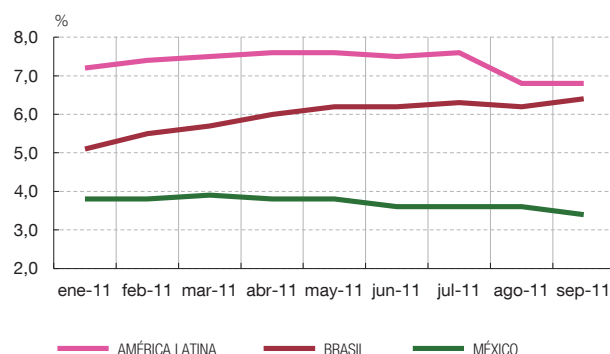
Los datos de contabilidad nacional siguieron reflejando un crecimiento económico robusto en el primer semestre de 2011 en el conjunto de América Latina, si bien inferior al registrado durante 2010, año en el que la mayoría de los países consiguieron cerrar las brechas de producción negativas surgidas en la crisis. Así, la tasa de crecimiento interanual del conjunto de la región se moderó desde el 5,5 % del primer trimestre hasta un 4,3 % en el segundo, acusando la ralentización de Brasil y México (en parte por efectos base), y una moderación prácticamente generalizada de las demandas internas. Con todo, la evolución por países no fue completamente homogénea, ya que, mientras que en Brasil y en México estuvo condicionada por la debilidad del sector industrial —en un contexto de apreciación del tipo de cambio, en el primer caso, y del debilitamiento de la economía estadounidense, en el segundo—, en Argentina, Chile, Perú y Colombia el crecimiento se mantuvo mucho más robusto. Por su parte, la inflación repuntó hasta alcanzar tasas del 7 % interanual en septiembre en media para la región, algo por encima de las de principios de año.

En este contexto, el reequilibrio de las políticas económicas que está teniendo lugar tiene varias lecturas. La más inmediata es que, ante el riesgo de una fuerte desaceleración, incluso de una recesión global, la preocupación por sus efectos sobre la actividad en la región ha pasado a dominar sobre la posibilidad de un rebrote inflacionista, riesgo, que, además, se vería mitigado en un contexto de caída del precio de las materias primas. En este sentido, cabe pensar que la política monetaria está adoptando, al menos en algunos países, un enfoque preventivo, tomando como referencia la experiencia de 2008, aunque no exento de riesgos para su credibilidad dadas las presiones inflacionistas subyacentes. Una segunda lectura, no necesariamente excluyente, es que la combinación previa de políticas económicas —en particular, el endurecimiento de la política monetaria— resultaba subóptima, en la medida en que imponía una presión excesiva sobre la apreciación de los tipos de cambio por el diferencial de tipos de interés y, al mismo tiempo, relajaba las condiciones monetarias internas a través de la entrada masiva de capital a corto plazo. Una fase de mayor aversión al riesgo contribuiría, así, a mitigar estos problemas y

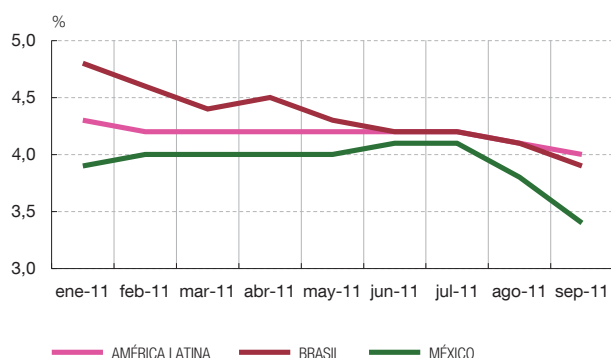
PREVISIONES PIB 2011  
Tasas interanuales



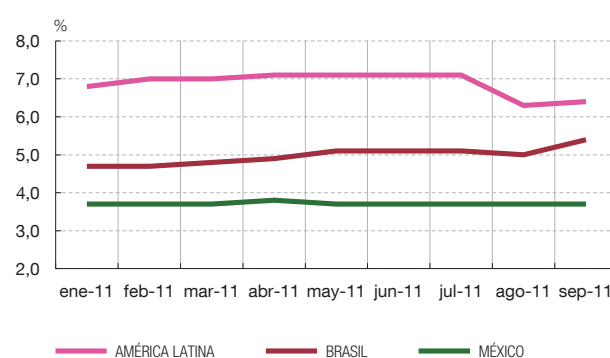
PREVISIONES INFLACIÓN 2011  
Tasas interanuales



PREVISIONES PIB 2012  
Tasas interanuales



PREVISIONES INFLACIÓN 2012  
Tasas interanuales



FUENTE: Consensus Forecast.

los dilemas de política monetaria. Si la primera lectura es correcta, debería observarse una contención de la inflación en próximos meses. El riesgo estaría, sin embargo, en que la credibilidad de la política monetaria se viera menoscabada si esta contención no se produce.

A corto plazo, los riesgos a la baja han aumentado sustancialmente. La intensificación de la aversión al riesgo en los mercados financieros durante las últimas semanas, la fragilidad percibida en los sistemas bancarios de los países desarrollados, el descenso de los precios de las materias primas a los que América Latina es sensible, y el deterioro de las perspectivas de crecimiento de la economía mundial hacen esperar que América Latina pueda crecer menos en el último semestre de 2011, y que las demandas internas solo compensen parcialmente el efecto del *shock* externo. Ello no resultaría necesariamente negativo en todos los países, dada su situación de sobrecalentamiento. Además, las posiciones exteriores se han deteriorado en la presente fase expansiva, haciendo más vulnerable a la región a la coyuntura actual. En sentido contrario, la acumulación de reservas, y la percepción de solidez tras el *shock* de 2008 mitigarían esta potencial vulnerabilidad. Los países de América del Sur son hoy menos dependientes que en el pasado del crecimiento de Estados Unidos y de los países industrializados, y más del de Asia, donde la desaceleración es por ahora muy limitada, aunque, sin duda, se agudizaría si las economías desarrolladas entraran en recesión, dada su elevada proporción de comercio intermedio. En este contexto, teniendo en cuenta que las políticas económicas de la región

## Evolución económica y financiera: entorno exterior

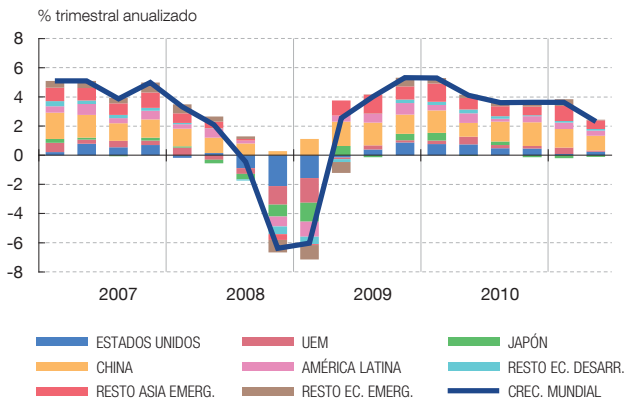
parecen estar adaptándose con rapidez al cambio de situación, el crecimiento podría situarse en tasas próximas al tendencial en próximos trimestres en la mayoría de los países, en ausencia de una mayor inestabilidad en la UEM.

En los últimos meses, la evolución económica y financiera a escala global se ha caracterizado por el sustancial recrudescimiento de las tensiones en los mercados financieros internacionales como consecuencia del agravamiento de la crisis de la deuda soberana en la UEM y del deterioro de las perspectivas de crecimiento económico mundial, y especialmente en Estados Unidos.

En efecto, durante los meses de junio y julio se produjo una escalada en las tensiones financieras en el área del euro ante la incapacidad para consensuar un nuevo programa de ayuda para Grecia y las discrepancias en torno a la participación de los inversores privados en el mismo. Los acuerdos alcanzados en la cumbre europea de jefes de Estado y de Gobierno del 21 de julio —que, junto al segundo paquete de rescate a Grecia, incluía medidas más ambiciosas para reducir el riesgo de contagio— no consiguieron evitar la prolongación de la inestabilidad, que solo comenzó a atenuarse a partir de la segunda semana de agosto, tras la decisión del Consejo de Gobierno del BCE de reactivar el Programa de Mercado de Valores. En todo caso, esta reversión ha sido transitoria, ya que en septiembre volvieron a repuntar los niveles de volatilidad ante la incertidumbre en torno al desembolso de un nuevo tramo de la ayuda a Grecia y, en último término, ante la falta de una solución definitiva al problema de la deuda soberana europea.

La actividad experimentó una sensible desaceleración en el segundo trimestre del año (véase gráfico 2) en las economías desarrolladas, que, de acuerdo con los indicadores adelantados, se habría prolongado en el tercer trimestre. En un principio, esta desaceleración se asoció a factores de naturaleza transitoria —como la interrupción de las cadenas de producción a raíz del terremoto de Japón o la vigencia de elevados precios de las materias primas resultantes, en parte, de problemas de oferta—. Sin embargo, la tesis de que la falta de pulso de la actividad en los países desarrollados obedece a fragilidades estructurales ha ido adquiriendo gradualmente mayor peso. En este sentido, el escaso margen disponible para nuevos estímulos fiscales y monetarios y la necesidad de desapalancamiento privado suponen serios obstáculos para la recuperación. A estos factores se añade el intenso deterioro de la confianza de los agentes, que está condicionando la evolución del consumo y la inversión privados. En todo caso, no se contempla en el escenario central una nueva entrada en recesión, sino más bien una recuperación más lenta de lo esperado y no exenta de altibajos. En esta línea, las previsiones de crecimiento para las economías avanzadas se han revisado a la baja para 2011 y 2012, situándose por debajo del 2 %, frente al crecimiento del 3,1 % registrado en 2010, y el balance de riesgos se ha desplazado significativamente a la baja. En un contexto de creciente preocupación por el crecimiento, frente al escenario de retirada de estímulos monetarios y fiscales que se anticipaba hace unos meses, los mercados descuentan ahora que los tipos de interés oficiales en las principales economías se mantendrán en niveles muy reducidos por un período prolongado y en las últimas semanas diversos bancos centrales de economías avanzadas han ampliado las medidas no convencionales. En el plano fiscal, a pesar de los importantes retos a los que se enfrentan las finanzas públicas en las economías avanzadas —que se han reflejado en rebajas de la calificación crediticia no solo de economías de la UEM, sino también de Estados Unidos y Japón—, en los últimos meses se plantea que, sin renunciar a la consecución de unas finanzas públicas sostenibles en el medio y largo plazo, aquellos países que cuenten con espacio fiscal retrasen el proceso de consolidación.

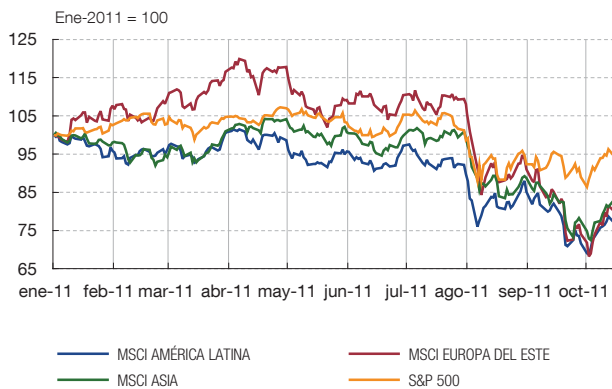
CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL



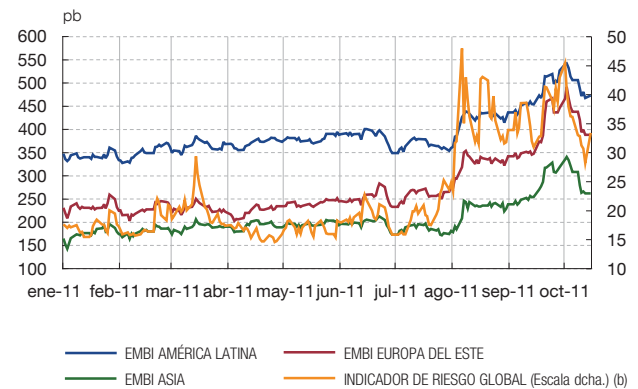
TIPOS DE INTERÉS EN ESTADOS UNIDOS



BOLSAS MUNDIALES (a)



DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS E INDICADOR DE RIESGO GLOBAL



FUENTES: Estadísticas nacionales y Datastream.

a Índices en dólares.  
b VIX.

Por su parte, las economías emergentes siguieron registrando ritmos de expansión elevados en el segundo trimestre, aunque más moderados que en trimestres precedentes. Se anticipa que esta desaceleración avance de manera gradual, favorecida por la retirada de los estímulos monetarios y por la ralentización de las economías desarrolladas. Así, se espera que la tasa de crecimiento de los países emergentes se sitúe entre el 6% y el 6,5% en 2011 y 2012, frente al 7,3% registrado en 2010. No obstante, no cabe descartar una desaceleración más brusca si las economías avanzadas entrasen en recesión. En esta línea, resulta especialmente preocupante el aumento del riesgo de una brusca desaceleración de la economía china, aunque más por su efecto potencial en la economía mundial que por la probabilidad de que tenga lugar un ajuste abrupto.

Respecto a los precios, en las economías desarrolladas la inflación continúa en niveles moderados, mientras que se mantienen las presiones inflacionistas (junto a otros síntomas de sobrecalentamiento, como la elevada expansión del crédito o la evolución de los precios de los activos) en algunas economías emergentes. Pese a ello, estas economías han interrumpido el ciclo de subidas de los tipos de interés oficiales e incluso algunos bancos centrales (como los de Brasil y Turquía) han llevado a cabo bajadas ante el severo debilitamiento del entorno global.

En este contexto, los mercados financieros internacionales experimentaron un fuerte deterioro, que se reflejó en ampliaciones de los diferenciales de rentabilidad de las deudas soberanas dentro de la UEM, hasta alcanzar máximos desde la creación del euro. Estas tensiones se propagaron a otros mercados, especialmente europeos, pero también a los de otras economías desarrolladas y emergentes. Así, se produjeron fuertes correcciones de los índices bursátiles, con un aumento sustancial de la volatilidad (véase gráfico 2), elevaciones de las primas de riesgo crediticio de los valores emitidos por el sector privado y mayores dificultades de obtención de fondos en los mercados interbancarios, sobre todo en dólares por parte de los bancos europeos. De este modo, se configuró un entorno complejo para la financiación mayorista de las entidades crediticias.

El incremento en la aversión al riesgo por parte de los inversores internacionales propició un movimiento de búsqueda de activos refugio que se reflejó en fuertes salidas de fondos de las bolsas emergentes —cerca de 18 mm de dólares entre agosto y septiembre—. Esta evolución, junto con el deterioro de las perspectivas de crecimiento, favoreció el descenso de las rentabilidades de la deuda a largo plazo en varias economías desarrolladas, en particular en Estados Unidos y Alemania, hasta niveles históricamente reducidos. También sirvieron como activos refugio en este período el yen japonés y el franco suizo. De hecho, ante las fuertes presiones apreciatorias sobre estas monedas, en ambos países se implementaron intervenciones cambiarias y se aprobaron medidas excepcionales para frenar esta apreciación. Por su parte, el precio del petróleo tipo Brent se movió en un rango relativamente estrecho (entre los 110 y los 120 dólares el barril), pese a que se ha mantenido la tensión política en diversos países de Oriente Medio, si bien en las últimas semanas ha llegado a situarse por debajo de los 105 dólares, en un contexto de descensos generalizados en los precios de las materias primas y relativa debilidad de la demanda.

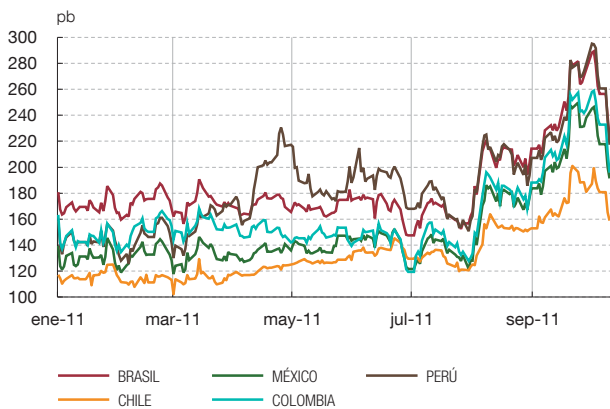
## Mercados financieros y financiación exterior

La evolución de los mercados financieros latinoamericanos a lo largo de los últimos seis meses puede dividirse en dos fases. En la primera, entre abril y finales de julio, la concatenación de acontecimientos globales con impacto potencialmente negativo ya mencionados en la sección anterior apenas afectó a los indicadores de riesgo de crédito de la región. Dada la solidez de los fundamentos, los mercados atribuían una importante capacidad de desvinculación a las economías emergentes en relación con los problemas de la economía global, entre ellas, a las latinoamericanas. Así, el diferencial soberano, medido por el EMBI Global de Latinoamérica, se mantuvo estable alrededor de los 360 pb hasta finales de julio, en contraste con otros momentos de turbulencias previos. Además, la estabilidad del diferencial agregado fue consecuencia del aumento de los diferenciales en dos de los países considerados de mayor riesgo —Argentina y Venezuela—, mientras que en Colombia, Brasil y Perú incluso se estrecharon (unos 20 pb) (véase gráfico 3). Las primas de riesgo de impago se comportaron de manera similar, de modo que, a finales de julio, las correspondientes a Brasil, Chile, Colombia o México se situaban muy por debajo de la media ponderada de los cinco países más afectados por la crisis en el área del euro. Esta resistencia inicial de las economías latinoamericanas se reflejó en las elevaciones de las calificaciones crediticias o sus perspectivas en cuatro países, Brasil, Colombia, Chile y Perú, y también se realimentó con dicho fenómeno (véase gráfico 3).

Todo ello favoreció, además, que las entradas de capitales se mantuvieran cerca de niveles máximos en la región. La inversión directa en el período comprendido entre julio de 2010 y junio de 2011 alcanzó los 125 mm de dólares, mientras que la inversión de cartera ascendió a 97 mm, si bien en esta última se observó un cambio en la composición, registrándose entradas en deuda y salidas de bolsa, lo que contribuye a explicar



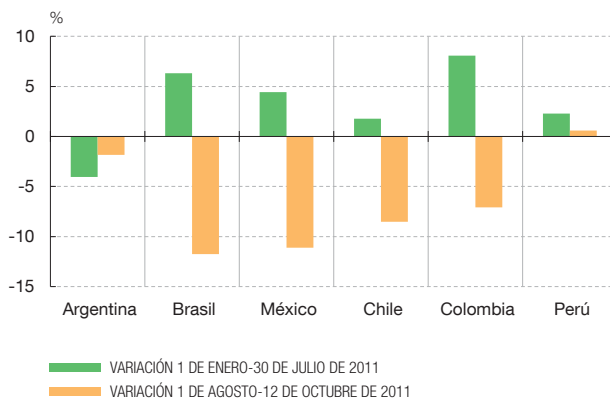
DIFERENCIALES SOBERANOS



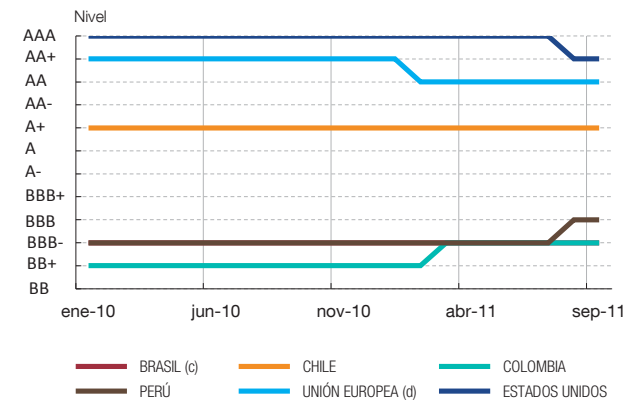
ÍNDICES DE BOLSA



TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR



RATINGS SOBERANOS (b)



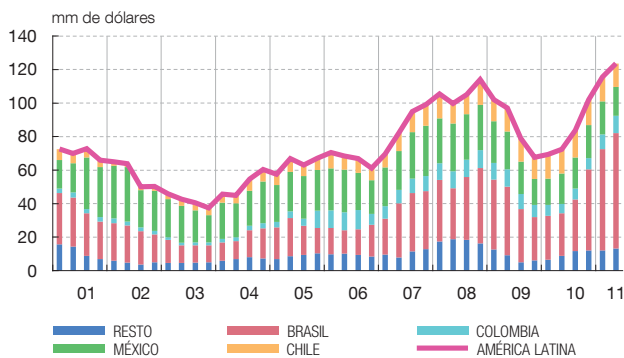
FUENTES: Datastream y JP Morgan.

- a Índice MSCI América Latina en moneda local.
- b Clasificación de Standard and Poors
- c Brasil permanece durante todo el período considerado en BBB- y Chile en A+ según la clasificación de Standard and Poors. Otras agencias elevaron el rating de estos países en dicho período.
- d Agregado de 11 países ponderado según su peso en el PIB mundial: Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Holanda, Portugal y España.

que los índices bursátiles hayan mantenido una tendencia decreciente (véase gráfico 4). Por su parte, las emisiones de renta fija en los mercados internacionales continuaron a buen ritmo, lideradas por el sector bancario brasileño (18 % del total de emisiones de la región), situándose Brasil y México como el primer y tercer mayor emisor de las economías emergentes en este período. Las emisiones de empresas de la región en mercados internacionales alcanzaron máximos mensuales en enero y mayo de 2011, impulsadas por Brasil, habiendo recurrido a estas colocaciones empresas que no lo habían hecho anteriormente, si bien esta característica no es exclusiva de la región (véase recuadro 1).

Entre abril y julio, las entradas de capitales realimentaron la apreciación de los tipos de cambio frente al dólar, lo que, junto con el incremento de la inflación, generó un aumento del desalineamiento de los tipos de cambio efectivos reales, que se situaron en julio en máximos históricos o cerca de ellos. Para hacer frente a las entradas de capitales se recurrió nuevamente a diversas medidas macroprudenciales, como coeficientes de reservas

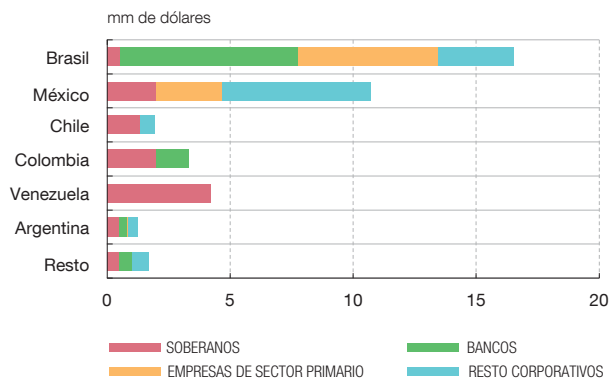
FLUJOS DE INVERSIÓN DIRECTA ACUMULADOS EN DOCE MESES



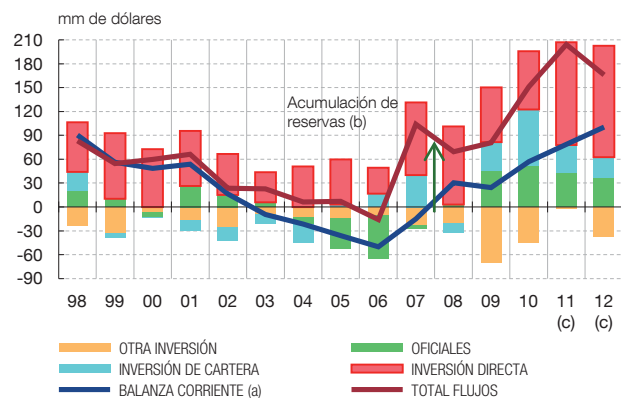
FLUJOS DE INVERSIÓN DE CARTERA ACUMULADOS EN DOCE MESES



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



FLUJOS EXTERNOS HACIA AMÉRICA LATINA



FUENTES: Dealogic, JP Morgan, FMI y estadísticas nacionales.

- a Un signo positivo indica un déficit por cuenta corriente.
- b Diferencia entre los flujos de inversión y el saldo (-) en cuenta corriente.
- c Previsiones WEO (septiembre de 2011) para 2011-2012.

en moneda extranjera (Perú), controles de capitales (Brasil) o intervenciones de compra de divisas por parte de los bancos centrales.

En julio, sin embargo, el panorama cambió sustancialmente. Como se ha mencionado en la sección anterior, la profundización de la crisis de la deuda soberana en la UEM y el debilitamiento de las perspectivas de crecimiento, principalmente en Estados Unidos, desencadenaron un severo deterioro de los mercados financieros internacionales, caracterizado por un incremento sustancial de la aversión al riesgo. En este contexto, se produjo una notable caída de los precios de los activos con riesgo (entre ellos, los tipos de cambio, bolsas y bonos de las economías emergentes) ante la percepción de que difícilmente las economías emergentes se mantendrían inmunes a un nuevo *shock* de naturaleza global. Los mercados de deuda emergentes —que hasta ese momento habían resistido el deterioro de las condiciones globales, con entradas de fondos de cerca de 2 mm de dólares y emisiones en agosto de más de 15 mm de dólares, incluidas operaciones a muy largo plazo (un bono a cien años de México)— se vieron finalmente afectados a mediados de septiembre con salidas de flujos importantes y una paralización de las emisiones de renta fija.

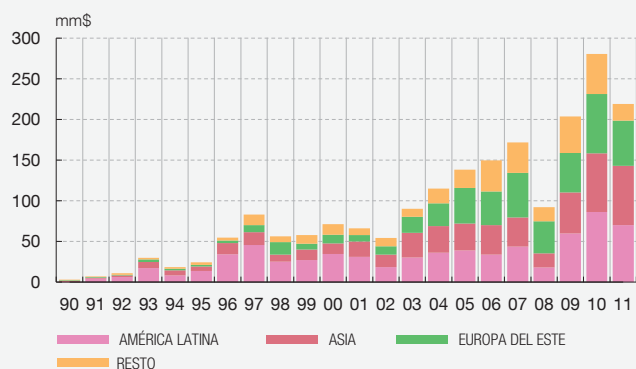
En este contexto, los indicadores financieros se deterioraron de forma generalizada. Las bolsas cayeron desde julio un 18% en América Latina y los diferenciales soberanos se

En este recuadro se analizan las emisiones de renta fija de las economías emergentes con una perspectiva de largo plazo, destacando algunos de los beneficios y posibles riesgos del fuerte aumento observado en los dos últimos años. Las emisiones de economías emergentes alcanzaron los 219 mm de dólares en los nueve primeros meses de 2011, lo que constituye el segundo mayor registro anual de toda la serie aun sin haber finalizado el ejercicio y a pesar de que a partir de septiembre las tensiones financieras globales han supuesto la práctica paralización de estas colocaciones. Los mayores emisores en la actualidad son los países latinoamericanos y asiáticos, represen-

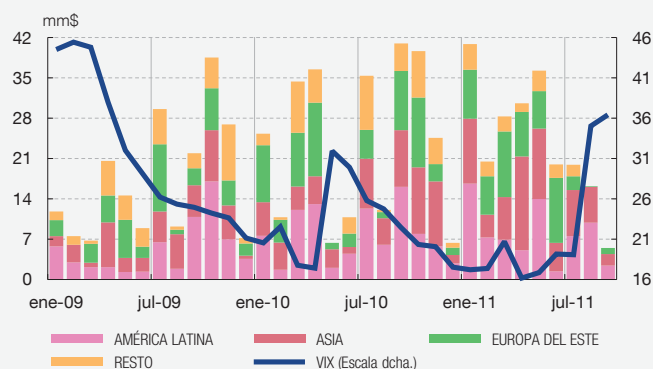
tando las emisiones de cada una de estas regiones alrededor de un tercio del total de la renta fija emitida por las economías emergentes en la parte transcurrida de 2011 (véase gráfico 1.1). En los dos últimos años las emisiones mensuales fueron muy elevadas, incluso en momentos en los que el riesgo global aumentaba (véase gráfico 1.2), y en algunos casos se alcanzaron máximos históricos en el primer semestre del presente año —el sector corporativo en México o el bancario en Brasil—.

En los tres últimos años, los países emergentes han realizado emisiones por un valor algo superior a los 690 mm de dólares en los

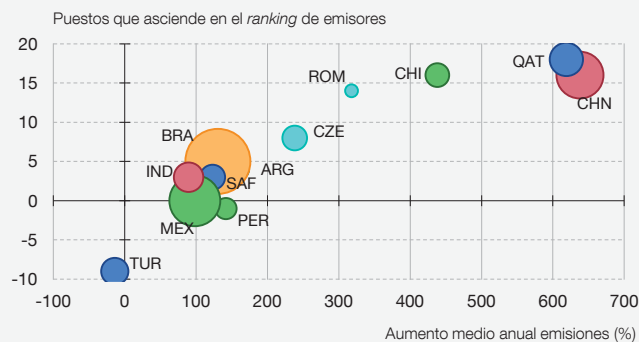
1.1 EMISIONES EN MERCADOS INTERNACIONALES



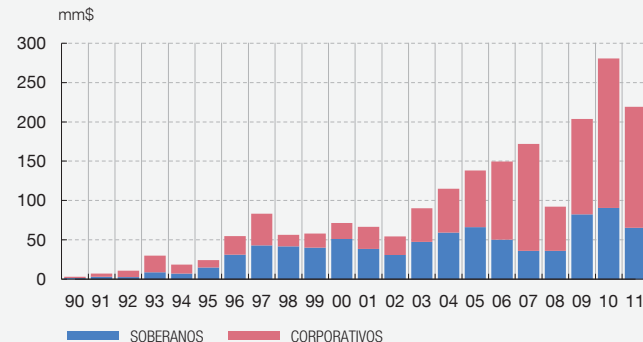
1.2 EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS EMISIONES E INDICADOR DE RIESGO



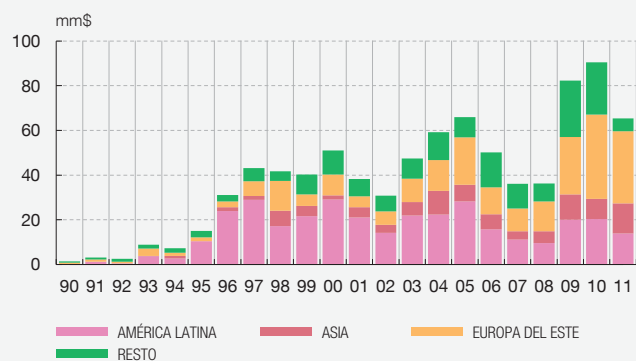
1.3 CRECIMIENTO DE LAS EMISIONES, VOLUMEN EN 2009-2011 Y RANKING



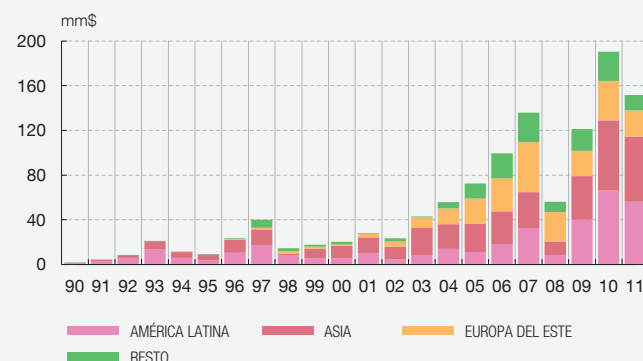
1.4 EMISIONES SOBERANAS Y CORPORATIVAS



1.5 EMISIONES SOBERANAS POR REGIÓN



1.6 EMISIONES CORPORATIVAS POR REGIÓN



FUENTES: Dealogic, Datastream e IIF.

mercados internacionales, lo que supone un aumento, en promedio anual, de más del 73 % respecto a lo emitido en el período 2003-2007. Sin embargo, este aumento solo ha sido ligeramente superior al de las emisiones de las economías avanzadas, de modo que el peso de las colocaciones de emergentes sobre el total de emisiones mundiales tan solo ha ascendido desde el 9,3 % en 2003-2007 al 10,6 % en 2009-2011. En el gráfico 1.3 se presenta el incremento de las emisiones medias anuales entre ambos períodos, junto al puesto que ocupan diversos países en el *ranking* de emisores mundiales en el período 2009-2011, mientras que el tamaño de la burbuja representa el volumen de emisiones colocadas en esos tres años. Cabe señalar que algunas economías emergentes han adquirido ya un papel relevante como emisores de renta fija en los mercados internacionales. Así, Brasil y China han pasado de ocupar los puestos 20º y 40º en el *ranking* de emisores (emergentes y desarrollados) en estos mercados en el período 2003-2007 a los puestos 15º y 24º en los tres últimos años.

El acceso de las economías emergentes a los mercados financieros internacionales tiene evidentes ventajas, como la posibilidad de llevar a cabo proyectos que, de otra forma, quedarían limitados por los estrechos mercados crediticios nacionales, pero también presenta algunos riesgos desde el punto de vista de la estabilidad financiera.

Un primer riesgo vendría dado por la naturaleza del emisor: si la mayor parte de las emisiones las ha llevado a cabo el sector público, podrían presentar en principio menos riesgos, dada su mayor capacidad de afrontar las deudas o suavizar las perturbaciones que afecten a su capacidad de pago. De hecho, los diferenciales corporativos, medidos por el CEMBI, se han mantenido por encima de los soberanos —en media, en 35 pb en 2010 y 2011—. En el gráfico 1.4 se observa cómo el sector corporativo es el responsable del incremento de las emisiones de los últimos años, al copar cerca del 70 % del total, cuando a comienzos de la pasada década suponían alrededor del 45 %, lo que supondría en cierta medida un mayor riesgo relativo para los tenedores de estos activos en la actualidad frente a su alternativa soberana, si bien en ambos casos el diferencial se ha reducido frente al pasado. Por regiones, Europa del Este ha tomado el relevo de América Latina como la zona donde se concentra el mayor volumen de emisiones soberanas, como consecuencia del volumen emitido por Rusia y Polonia (véase gráfico 1.5). En cambio, el fuerte aumento de las emisiones corporativas en los mercados internacionales en los tres últimos años se ha debido, sobre todo, a empresas de América Latina (véase gráfico 1.6).

Un segundo riesgo estaría asociado al sector económico que lleva a cabo las emisiones corporativas. Dado que la mayor parte de las emisiones en los mercados internacionales están denominadas en moneda extranjera, un aumento de las emisiones conlleva riesgos de descalce de los balances similares a los padecidos en las últimas crisis de las economías emergentes —que amplificaron los efectos sobre la actividad de las devaluaciones del tipo de cambio—, sobre todo en aquellas empresas para las que la mayor parte de sus ingresos son en moneda local, como el sector bancario. Si las emisiones se concentran en el sector inmobiliario, los riesgos estarán más del lado de la posible formación de burbujas,

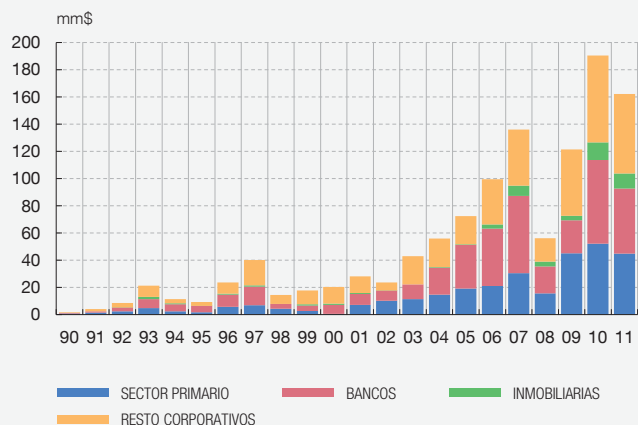
y, si ambos sectores —inmobiliario y bancario— están estrechamente conectados, los riesgos se multiplicarán. Por el contrario, en la medida en que las emisiones se concentren en el sector exportador —por ejemplo, las empresas del sector primario—, el riesgo de tipo de cambio será menor, pues sus ingresos son mayoritariamente en moneda extranjera. En los gráficos 2.1 a 2.5 se presenta este desglose, a nivel agregado y por regiones. En primer lugar, se aprecia que el peso relativo de los distintos sectores en el total de emisiones se ha mantenido relativamente constante, de modo que son las emisiones incluidas en la rúbrica de «resto de corporativos» (básicamente empresas industriales y de servicios de utilidad pública) las que siguen copando la mayor parte del mercado, aunque con un peso creciente del sector bancario.

En América Latina son las empresas del sector primario las que han dominado las emisiones desde la crisis de 2008, reflejando en parte los cambios en su especialización productiva y el fuerte incremento de rentabilidad del sector tras la elevación de los precios de las materias primas registrado a partir de 2003 (véase gráfico 2.2). No obstante, se observa también un notable ascenso de las emisiones de los bancos de la región (y, en concreto, de los brasileños), que ya han emitido en lo que va de 2011 más de lo que captaron en el conjunto de 2010. Las inmobiliarias tienen una presencia muy reducida en las emisiones de América Latina, no así en el caso de Asia —y, en particular, en China—, donde estas empresas han emitido unos 20 mm de dólares en 2010 y 2011, pasando del 0,1 % del total de emisiones de la región al 17 % los dos últimos años (véase gráfico 2.3).

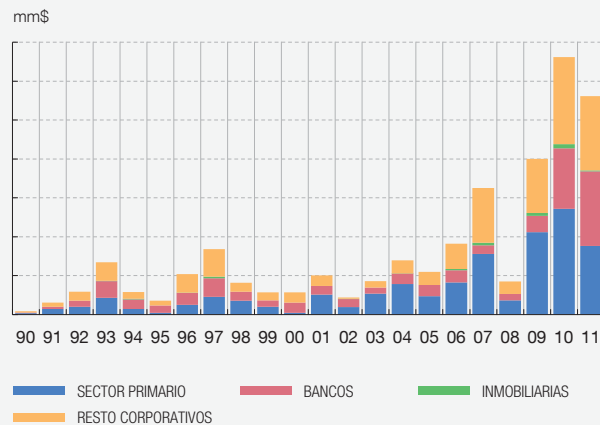
Otra característica relevante de las emisiones de renta fija en los mercados internacionales de las economías emergentes es el creciente uso de la moneda local. Si la emisión se realiza en moneda local, los riesgos para los tenedores provendrían de la variación del tipo de cambio y de la posible pérdida de valor del activo por la inflación, mientras que el prestatario se vería protegido respecto del primer factor y beneficiado por el segundo. Tradicionalmente, las economías emergentes se han visto obligadas a financiarse en moneda extranjera —a consecuencia del denominado «pecado original»<sup>1</sup>—, pero en los últimos años han aumentado las emisiones en moneda local. Como se observa en el gráfico 2.4, las emisiones en moneda local alcanzaron máximos en 2010 y 2011, aunque siguen representando una parte minoritaria. Este tipo de colocaciones se han incrementado principalmente en Asia, y, así, en los sectores inmobiliarios y en los corporativos no financieros los porcentajes de emisiones en

1 El llamado «pecado original» de las economías emergentes hace referencia a la imposibilidad de financiarse en mercados internacionales en su propia moneda, y la única variable que se encuentra correlacionada con esta imposibilidad es el tamaño del país. Así, los costes de transacción, las externalidades de utilizar las monedas vehiculares del comercio internacional y las imperfecciones de los mercados de capitales serían los determinantes de dicho problema, más que las políticas macroeconómicas de los países individuales. Véase B. Eichengreen, R. Hausmann y U. Panizza (2003b), *Currency Mismatches, Debt Intolerance, and Original Sin: Why They Are Not the Same and Why It Matters*, NBER Working Paper, 10036.

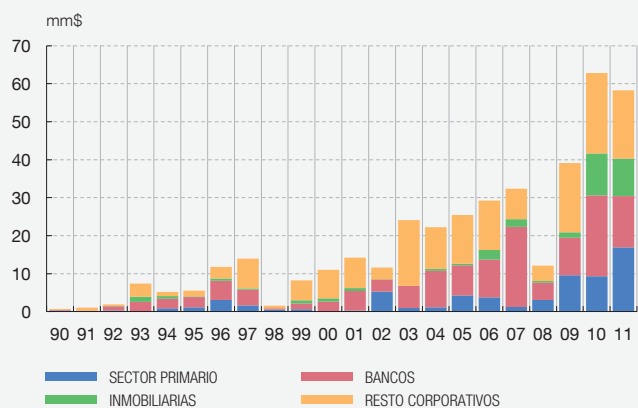
1 EMISIONES CORPORATIVAS POR TIPO DE EMPRESA



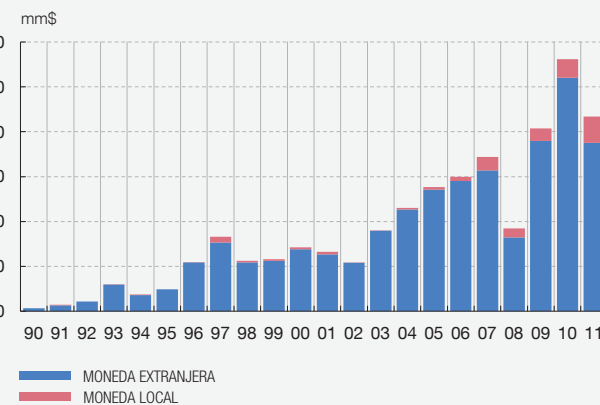
2 EMISIONES CORPORATIVAS POR TIPO DE EMPRESA: AMÉRICA LATINA



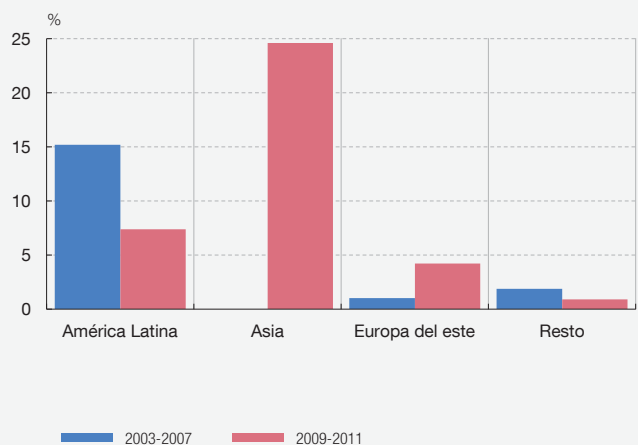
3 EMISIONES CORPORATIVAS POR TIPO DE EMPRESA: ASIA



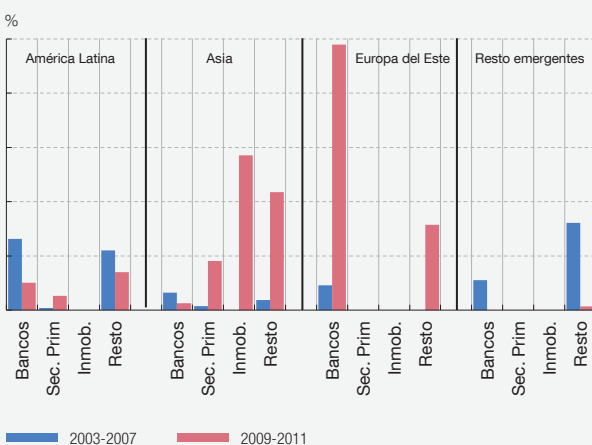
4 EMISIONES EN MERCADOS INTERNACIONALES: POR TIPO DE MONEDA



5 EMISIONES SOBERANAS: PORCENTAJE DE EMISIONES EN MONEDA LOCAL



6 EMISIONES CORPORATIVAS: PORCENTAJE DE EMISIONES EN MONEDA LOCAL



FUENTES: Dealogic, Datastream, IIF.

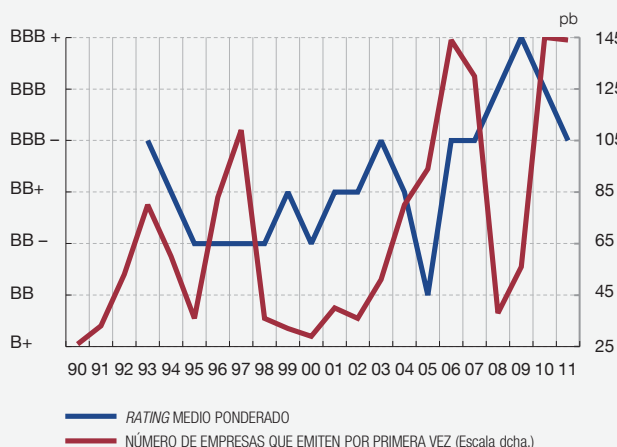
moneda local sobre el total de emisiones superan en los nueve primeros meses de 2011 el 25 %, y llegan a más del 42 % en el caso de los soberanos (12 % y 25 % en los años 2009 a 2011). En el sector bancario, son los bancos de Europa del Este, y en concreto los rusos, los que se han mostrado más activos en este segmento, mientras que en América Latina las mayores emisiones en moneda local recientes se han registrado en el resto de sectores corporativos (más del 10 % del total).

Por último, el aumento de las colocaciones puede deberse a la entrada de empresas nuevas, sobre las que existe menos información sobre su solvencia, o bien a empresas ya consolidadas en los mercados internacionales. En los años 2010 y 2011 se ha observado un repunte del número de empresas de economías emergentes —principalmente de Asia, y en particular de China— que acceden por primera vez a los mercados internacionales. El aumento del número de empresas emisoras ha venido acompañado de una caída del *rating* medio de las emisiones (véase gráfico 3.1), que se

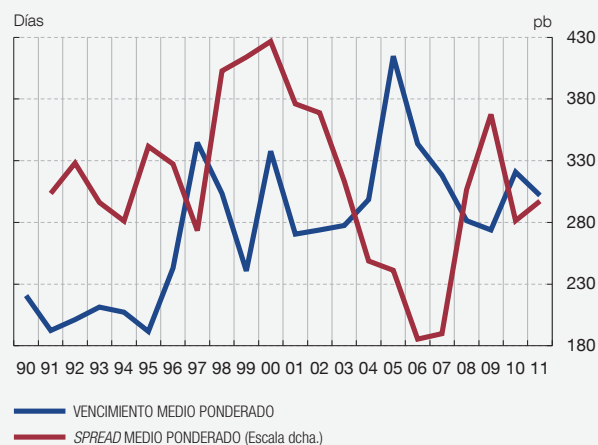
sitúa aún, no obstante, en grado de inversión. El vencimiento medio de las emisiones también ha registrado una ligera disminución a medida que entraban nuevas empresas en el mercado, y el diferencial medio cargado ascendió, situándose, en ambos casos, en una posición más desfavorable que en el anterior máximo de entrada de nuevas empresas, en el año 2006 (véase gráfico 3.2).

En definitiva, en los últimos tres años se ha producido un notable aumento de las emisiones de las economías emergentes en los mercados financieros internacionales, lo que, sin duda, ha favorecido la financiación de proyectos rentables, que, en ausencia de este canal, podrían no haberse llevado a cabo dada la estrechez de los mercados locales. No obstante, algunas de las características de este proceso —mayor peso de las emisiones corporativas, de las denominadas en moneda local y de las realizadas por empresas que acceden por primera vez a los mercados internacionales— conllevan un cierto aumento de los riesgos para los inversores en estos mercados.

3.1 EMISIONES: ENTIDADES QUE EMITEN POR PRIMERA VEZ Y *RATING* MEDIO



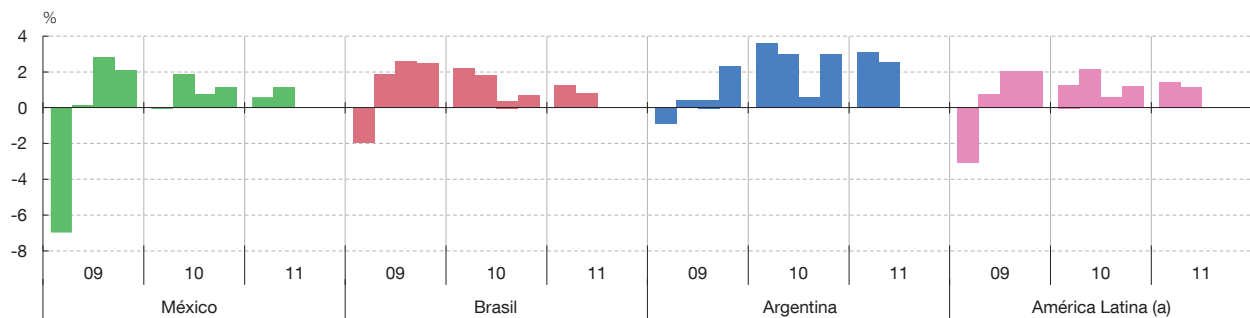
3.2 EMISIONES: VENCIMIENTOS MEDIOS Y DIFERENCIAL MEDIO DE LA EMISIÓN



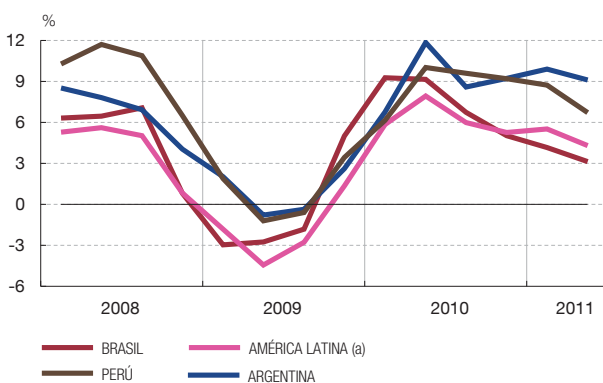
FUENTES: Dealogic, Datastream e IIF.

ampliaron —el EMBI Global de Latinoamérica aumentó en 121 pb—. Las bolsas que más cayeron fueron las de Argentina (-30 %), Perú (-17 %) y Chile (-12 %), mientras que los diferenciales soberanos aumentaron especialmente en México (en 86 pb, hasta los 245 pb), Colombia (en 98 pb, hasta 260 puntos) y Perú (en 101 pb, hasta 295 pb). Finalmente, hacia finales de septiembre se produjo una fuerte depreciación de los tipos de cambio (véase gráfico 4), superior al 10 % en Chile y cercana al 15 % en México y Brasil —cuantía similar a la de otras grandes monedas emergentes, como el rand sudafricano (-18 %) o el rublo ruso (-14 %)—, que puede explicarse, en buena medida, por la cancelación de operaciones de *carry trade* en un momento de agravamiento de las tensiones que favorecían los flujos hacia activos refugio. Esta evolución llevó a los bancos centrales de Perú y Brasil a realizar intervenciones de venta de reservas y al de Colombia a modificar el sistema de intervención en el mercado cambiario, haciendo menos automáticas las compras de reservas.

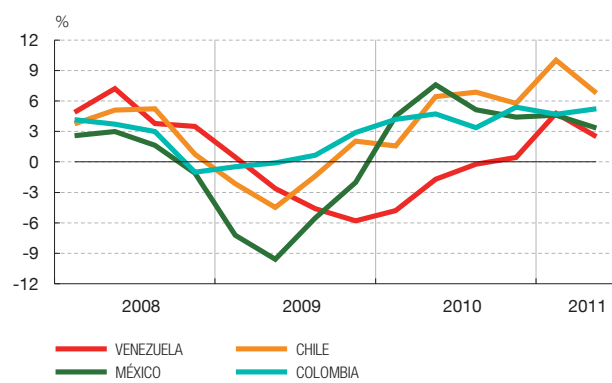
PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas trimestrales



PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas interanuales



PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas interanuales



FUENTE: Estadísticas nacionales.

a Agregado de las siete principales economías.

## Actividad y demanda

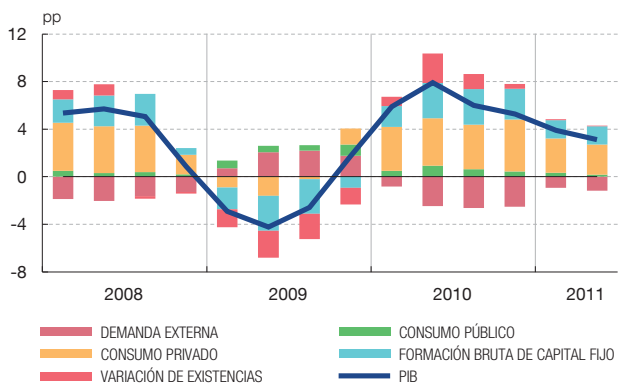
En América Latina, el crecimiento siguió siendo robusto en la primera mitad de 2011, con tasas intertrimestrales del 1,4 % y 1,1 % respectivamente en el primer y segundo trimestre del año (véase gráfico 5), y estuvo impulsado principalmente por las economías exportadoras de materias primas. En tasas interanuales, se observó, sin embargo, una desaceleración generalizada de la actividad, desde el 5,5 % registrado a comienzos de año hasta el 4,3 % en el segundo trimestre, unos 2 pp por debajo de las registradas en 2010.

El principal factor explicativo de esta moderación de la actividad fue una reducción del dinamismo de la demanda interna, que, aun así, se mantuvo relativamente robusta y aportó 5,9 pp al crecimiento (véase gráfico 6), mientras que la demanda externa redujo su aportación negativa a 1,6 pp en el segundo trimestre. En un contexto de endurecimiento prácticamente generalizado de las políticas monetarias en la primera mitad del año, y con pocos cambios desde el punto de vista de los factores externos que afectan al crecimiento en la región (flujos de capital y precios de las materias primas), cabría atribuir esta desaceleración a un retorno hacia tasas de crecimiento más compatibles con el potencial, después del fuerte rebote que tuvo lugar en 2010 tras la crisis (véase gráfico 7). De hecho, utilizando un cálculo del ciclo-tendencia puede observarse cómo, a finales de 2010, la mayoría de las economías latinoamericanas se habían situado en tasas de crecimiento muy superiores al tendencial, cerrándose la brecha de producción, y también cómo, a partir de comienzos de 2011, habría comenzado una convergencia relativamente rápida

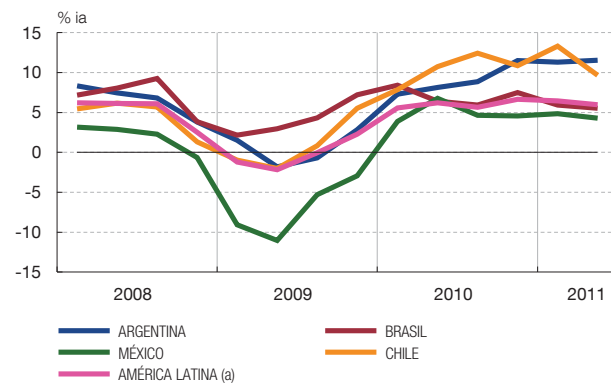
**DESCOMPOSICIÓN DEL PIB E INVERSIÓN**  
Tasa interanual y puntos porcentuales

GRÁFICO 6

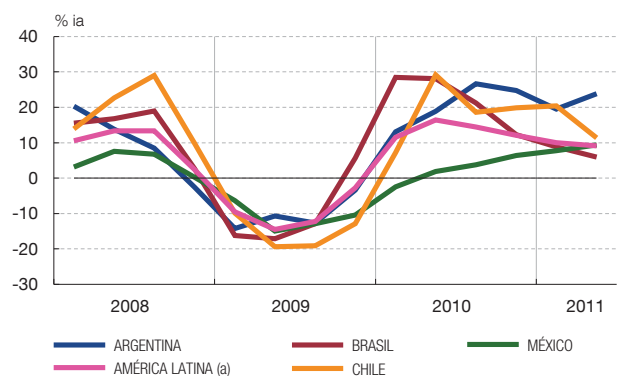
APORTACIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB (a)



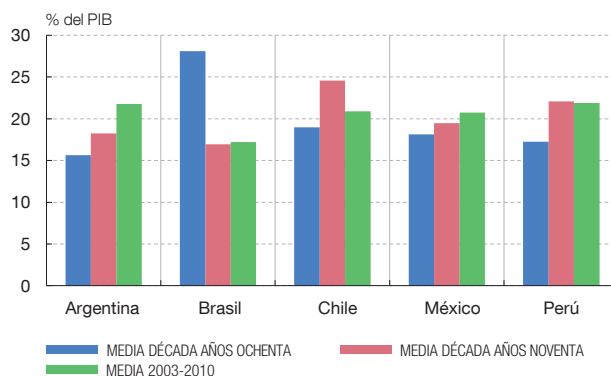
CONSUMO PRIVADO  
Tasa interanual



FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO



INVERSIÓN PRIVADA



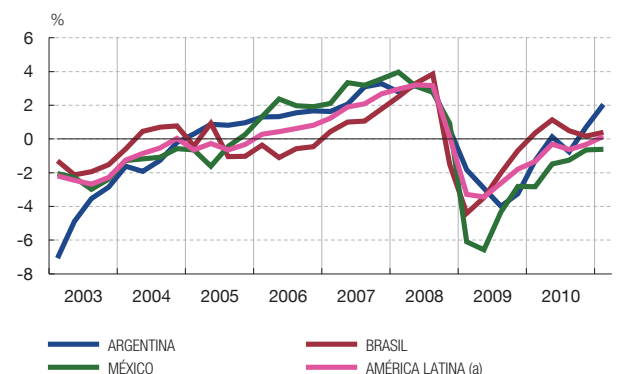
FUENTES: Estadísticas nacionales y Fondo Monetario Internacional.

a Siete mayores economías.

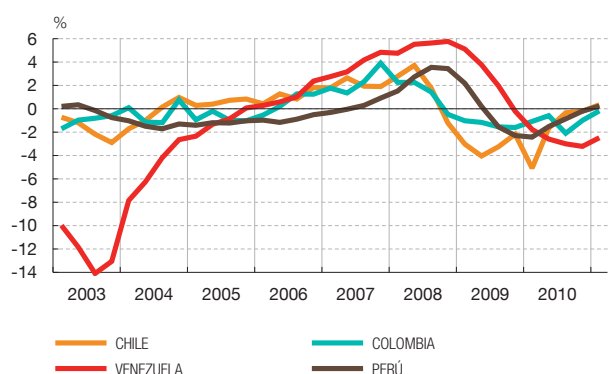
**EVOLUCION DE LA BRECHA DE PRODUCCIÓN**

GRÁFICO 7

OUTPUT GAP (b)



OUTPUT GAP (b)



FUENTE: Elaboración a partir de datos del Fondo Monetario Internacional.

a Agregado de las siete principales economías.

b Calculado con un filtro HP con lambda 1.600 sobre datos del PIB trimestral.



	2008	2009	2010	2009		2010				2011		Septiembre
				III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	
<b>PIB (tasa interanual)</b>												
América Latina (a)	4,3	-2,0	6,3	-2,6	1,7	5,8	7,9	5,9	5,3	5,5	4,3	
Argentina (b)	6,8	0,9	9,2	-0,3	2,6	6,8	11,8	8,6	9,2	9,9	9,1	
Brasil	5,2	-0,6	7,5	-1,8	5,0	9,3	9,2	6,7	5,0	4,2	3,1	
México	1,5	-6,1	5,5	-5,5	-2,0	4,5	7,6	5,1	4,4	4,6	3,3	
Chile	3,7	-1,7	5,2	-1,4	2,1	1,7	6,4	6,9	5,8	10,0	6,8	
Colombia (c)	3,5	1,5	4,3	1,1	2,9	3,7	4,7	3,4	5,4	4,7	5,2	
Venezuela	4,8	-3,3	-1,4	-4,6	-5,8	-4,8	-1,7	-0,2	0,5	4,8	2,5	
Perú	9,8	0,9	8,8	-0,6	3,4	6,2	10,0	9,6	9,2	8,7	6,7	
<b>IPC (tasa interanual)</b>												
América Latina (a)	7,8	6,4	6,4	5,9	5,4	6,1	6,5	6,2	6,6	6,7	6,6	7,0
Argentina (b)	8,6	6,3	10,5	5,9	7,1	9,0	10,6	11,1	11,0	10,1	9,7	9,9
Brasil	5,7	4,9	5,0	4,4	4,2	4,9	5,1	4,6	5,6	6,1	6,6	7,3
México	5,1	5,3	4,2	5,1	4,0	4,8	4,0	3,7	4,2	3,5	3,3	3,1
Chile	8,7	0,4	1,4	-1,9	-3,0	-0,3	1,2	2,2	2,5	2,9	3,3	3,3
Colombia	7,0	4,2	2,3	3,2	2,4	2,0	2,1	2,3	2,7	3,3	3,0	3,7
Venezuela	31,4	28,6	29,0	28,7	28,1	27,4	31,9	29,8	27,3	29,1	24,6	26,7
Perú	5,8	2,9	1,5	1,9	0,4	0,7	1,1	2,2	2,1	2,4	3,1	3,7
<b>SALDO PRESUPUESTARIO (% del PIB) (d)</b>												
América Latina (a) (e)	-0,5	-2,9	-2,2	-3,1	-2,8	-2,7	-2,5	-2,0	-2,2	-1,8	-1,6	
Argentina	1,4	-0,6	0,2	-1,0	-0,6	-0,8	-0,3	0,2	0,2	0,2	0,0	
Brasil	-2,0	-3,3	-2,6	-4,2	-3,3	-3,4	-3,3	-2,3	-2,6	-2,3	-2,2	
México	-0,1	-2,3	-2,8	-2,3	-2,1	-1,8	-2,2	-2,4	-2,7	-2,8	-2,8	
Chile	5,0	-4,6	-0,3	-3,9	-4,6	-3,9	-1,1	0,0	-0,3	1,0	1,5	
Colombia	-1,8	-3,8	-3,6	-3,2	-3,8	-3,4	-4,0	-3,6	-3,5	-2,9	-1,6	
Venezuela	-1,2	-5,1	—	-3,9	-5,1	-4,8	-3,8	-3,5	—	—	—	
Perú	2,2	-1,8	0,0	-0,7	-1,8	-1,3	-0,9	-0,3	0,0	0,3	0,3	
<b>DEUDA PÚBLICA (% del PIB)</b>												
América Latina (a)	30,7	34,7	33,7	34,5	34,2	34,1	33,3	33,5	33,1	33,5	—	
Argentina	44,7	47,9	44,6	46,4	45,8	47,9	40,5	43,3	41,3	44,3	—	
Brasil	38,5	42,8	40,4	43,3	42,8	41,9	40,9	40,3	40,2	39,9	39,7	
México	24,3	28,0	27,4	27,5	26,3	27,7	27,7	27,4	26,0	27,1	26,9	
Chile	5,2	6,2	9,2	5,8	6,1	6,9	7,5	8,7	9,2	9,6	10,1	
Colombia	33,2	34,7	34,8	33,6	35,1	34,3	35,0	34,7	34,7	34,8	33,1	
Venezuela	13,6	22,6	28,4	20,4	22,6	19,0	22,4	26,1	28,4	26,9	—	
Perú	24,2	27,3	23,9	27,2	27,3	25,5	23,7	23,2	23,5	22,5	21,8	
<b>BALANZA CUENTA CORRIENTE (% del PIB) (d)</b>												
América Latina (a)	-0,6	-0,3	-0,7	-0,7	-0,2	-0,1	-0,4	-0,6	-0,8	-0,9	-0,8	
Argentina	2,0	3,6	1,0	3,5	3,4	2,9	2,3	1,4	0,8	0,7	0,3	
Brasil	-1,7	-1,5	-2,3	-1,2	-1,5	-1,8	-2,1	-2,4	-2,3	-2,3	-2,1	
México	-1,5	-0,7	-0,5	-1,4	-0,6	-0,4	-0,5	-0,3	-0,5	-0,7	-0,8	
Chile	-1,9	1,6	1,9	0,7	2,6	2,4	1,8	1,6	1,9	0,9	0,6	
Colombia	-2,8	-2,2	-3,1	-2,7	-2,1	-2,1	-2,2	-2,8	-3,1	-3,2	-3,4	
Venezuela	12,0	2,6	6,1	-0,6	2,6	6,0	6,8	6,3	6,0	6,5	8,4	
Perú	-4,2	0,2	-1,5	-1,0	0,2	0,0	-0,2	-0,9	-1,5	-1,5	-2,1	
<b>DEUDA EXTERNA (% del PIB)</b>												
América Latina (a)	17,5	20,6	20,7	20,8	19,8	19,7	19,1	20,4	20,6	20,5	19,8	
Argentina	38,3	37,9	34,9	39,2	36,3	36,9	31,5	34,2	32,3	33,5	27,4	
Brasil	12,0	12,4	12,2	14,0	12,2	11,9	12,0	12,3	12,3	12,6	12,3	
México	11,5	18,5	18,2	17,0	16,8	17,9	17,8	18,4	19,0	18,5	18,4	
Chile	38,0	45,9	42,3	45,3	45,0	42,8	42,2	43,4	42,5	42,6	42,6	
Colombia	19,1	22,7	22,6	21,9	22,9	18,8	19,3	21,5	22,5	20,6	20,9	
Venezuela	19,4	22,6	35,5	21,4	22,6	23,8	25,1	31,1	35,8	34,4	35,0	
Perú	27,3	28,1	26,1	28,6	28,1	27,3	25,4	26,6	26,4	26,1	25,6	

FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a Agregado de los siete países representados.  
b Cifras oficiales.  
c Ajustado de estacionalidad.  
d Media móvil de cuatro trimestres.  
e Desde el cuarto trimestre de 2010, el agregado del saldo presupuestario no incluye Venezuela.

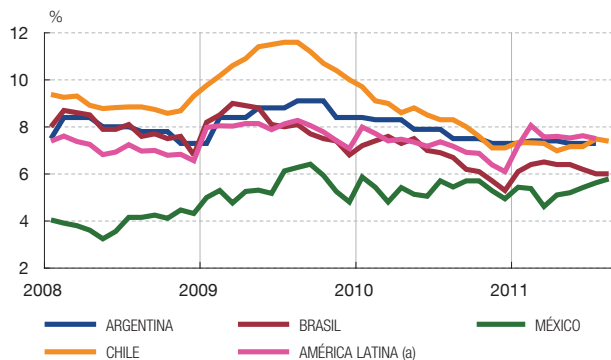
hacia tasas más sostenibles, e incluso inferiores al tendencial en algunos casos (Brasil). Las únicas excepciones serían México y, sobre todo, Venezuela, donde la recesión ha sido más prolongada. Argentina aparecería en 2011 como la economía con mayor grado de sobrecalentamiento.

Por componentes, la demanda muestra un patrón a nivel regional muy similar al de 2010, aunque con una menor aportación de las existencias y un mayor equilibrio entre demanda interna y demanda externa. El consumo privado ha seguido siendo el principal motor del crecimiento, habiendo registrado tasas del 6 % interanual en el segundo trimestre, apoyado en la favorable situación del mercado de trabajo, el aumento de los salarios reales en la mayoría de los países y la recuperación del crédito (véase gráfico 6). De hecho, la tasa de paro en el conjunto de la región continuó descendiendo, hasta un 6,8 % de la población activa al final del segundo trimestre, situándose cerca de los mínimos históricos en varios países de América del Sur. En México, la situación es diferente, en la medida en que no se han recuperado las tasas de desempleo previas a la crisis, y el empleo ha resistido en parte por el aumento del empleo informal. Por su parte, la formación bruta de capital, aunque se moderó respecto a las muy elevadas tasas de comienzos de 2010, ha seguido creciendo a ritmos por encima del 9 % interanual. Con una perspectiva histórica, sin embargo, parece que la inversión medida como porcentaje del PIB no ha despegado en todos los países lo que habría cabido esperar dado lo favorable de las perspectivas económicas y la amplia disponibilidad de financiación (véase gráfico 7). Por su parte, las existencias redujeron su aportación al crecimiento, mientras el consumo público se aceleraba en algunos países (Argentina) y tendía a moderarse en el resto (muy marcadamente en México). Finalmente, la desaceleración de las exportaciones en términos reales (6,7 % interanual) y el mantenimiento de la fortaleza de las importaciones (14,7 % interanual) explican que la demanda externa haya seguido contribuyendo negativamente al crecimiento.

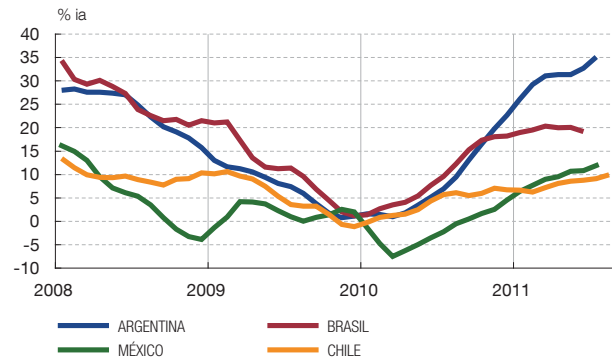
Por países, la moderación del crecimiento obedece también en parte a causas específicas. En Brasil se ha concentrado en el sector industrial, lo que se ha relacionado con la apreciación del tipo de cambio. De hecho, la producción industrial de Brasil registró tasas interanuales negativas en julio y solo moderadamente positivas en agosto, especialmente en los sectores de bienes de capital e intermedios, mientras que el empleo en la industria ofrecía muestras de debilidad a pesar de la pujanza general del mercado de trabajo, con una tasa de paro en mínimos históricos (6 %). Asimismo, estas tendencias se recogen también en los índices de confianza empresarial, que han tendido igualmente a la baja desde prácticamente comienzos de 2011 (véase gráfico 8). Sin embargo, los indicadores de demanda interna (consumo, importaciones, ventas al por menor y crédito) siguieron aumentando a ritmos dinámicos, superiores a los de la oferta (véase gráfico 8). El mayor crecimiento de la demanda interna respecto a la oferta es una tendencia común en mayor o menor grado en el resto de los países exportadores de materias primas — Chile, Perú y Argentina (véase sección Evolución económica por países)—. Por su parte, en México, la desaceleración durante el primer semestre ha coincidido con la recaída mostrada por el ciclo industrial estadounidense en los últimos meses. Ello sugiere que, a pesar de la recuperación de los últimos trimestres, la demanda interna en este país no está generando un crecimiento lo suficientemente autosostenido como para mitigar la elevada dependencia externa.

En este contexto, el crédito al sector privado siguió aumentando a tasas próximas al 20 % (véase gráfico 8) en términos reales en agosto en el conjunto de la región, observándose cierta moderación en algunos países —en Brasil, por ejemplo, relacionado con las medidas de restricción monetaria— y una aceleración en otros —Argentina, o Chile y

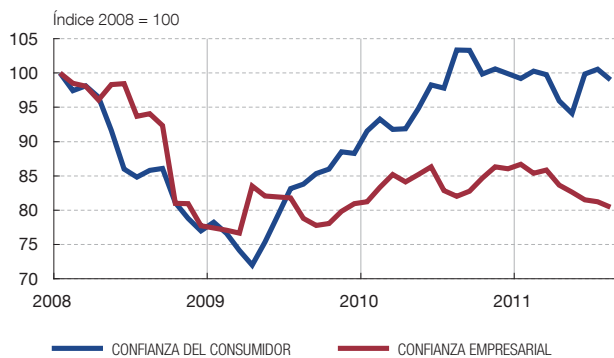
TASA DE PARO



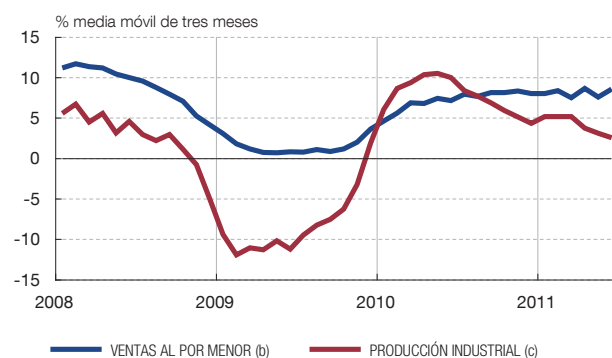
VARIACIÓN REAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO  
Tasa interanual, media móvil de tres meses



ÍNDICES DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR Y EMPRESARIAL



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



FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a Siete mayores economías.
- b Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia y Venezuela.
- c Ocho mayores economías.

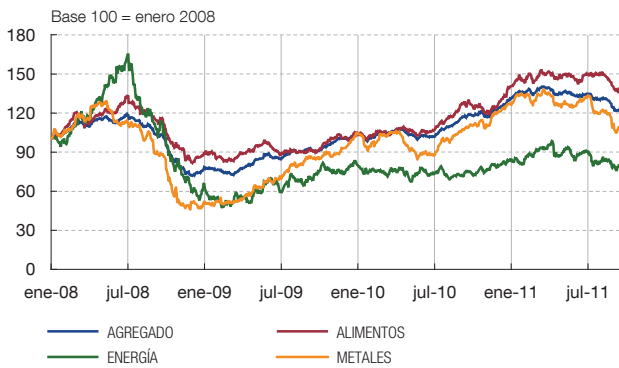
México desde tasas mucho más moderadas—. Uno de los principales factores que ha presionado al alza dicho crecimiento en los últimos trimestres ha sido el aumento de los flujos netos de capital. De hecho, los episodios de aumento de las entradas de capital junto constituyen uno de los principales determinantes de las expansiones excesivas del crédito<sup>1</sup>. Este riesgo se ha percibido como potencialmente importante en Brasil, dado el mayor tamaño y liquidez de sus mercados financieros, y la posibilidad de que la disponibilidad de financiación pudiera facilitar una relajación en los estándares de concesión, o la formación de burbujas en los precios de algunos activos. En este sentido, aunque un crecimiento excesivo en algunos segmentos no pueda descartarse, el riesgo de un episodio de desbordamiento generalizado parece bajo. El crédito hipotecario representa todavía solo un 4,2 % del PIB en Brasil, a pesar de su dinamismo reciente, y es en su mayor parte dirigido<sup>2</sup>, consecuencia de las políticas de estímulo a este sector. El crédito público está desacelerándose, y la reciente ralentización de los flujos de entrada debería moderar también en parte dicha expansión. En Argentina preocupa también su aceleración, aunque sea desde una base muy reducida, en un contexto en el que la incertidumbre

1 WEO de octubre de 2011, capítulo 1, y BIS Quarterly Report (2011).

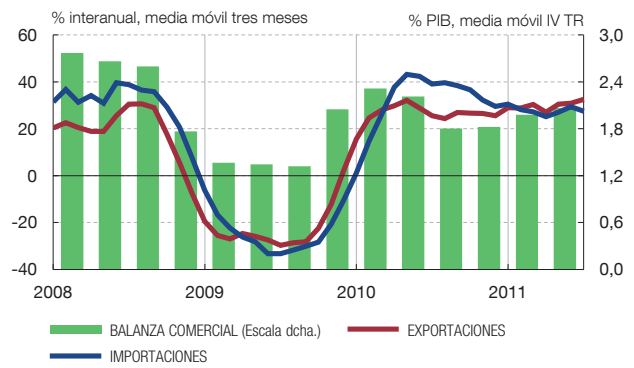
2 El stock de crédito hipotecario es de 155,7 mm de reales, de los cuales 146 mm corresponden a crédito dirigido.

Tasas de variación interanual, índices y miles de millones de dólares

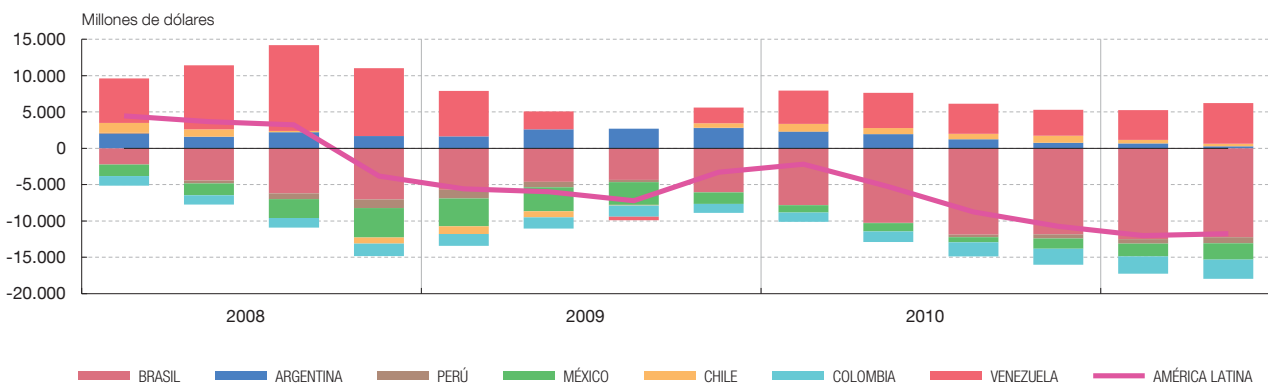
PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS  
Índices



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



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (b)



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

- a Datos de aduanas en dólares, agregación de las siete mayores economías.
- b Media móvil de cuatro trimestres.

sobre las elecciones parece estar reflejándose en los depósitos, la dolarización y la salida de capitales.

Finalmente, la evolución del sector exterior en América Latina siguió determinada hasta el mes de agosto por la vigencia de elevados precios de las materias primas y por la afluencia de flujos de capital. Así, como consecuencia de cierta moderación en el crecimiento de las importaciones en términos nominales y del mantenimiento del robusto avance de las exportaciones (sobre todo, por efecto precio), el superávit comercial de la región aumentó ligeramente, hasta el 2,2 % del PIB (véase gráfico 9), mientras que el déficit corriente se estabilizaba algo por debajo del 1 % del PIB regional, en gran parte como consecuencia del deterioro de la balanza de rentas (por la habitual repatriación de dividendos desde las economías exportadoras de materias primas). Esta situación habría cambiado en septiembre, aunque aún no se dispone de cifras de balanza comercial, ante el fuerte desplome de los precios (en algunos casos del 20 %) de las principales materias primas de la región. Cabe destacar, asimismo, que prácticamente todos los países registraron una ampliación de los déficits corrientes o una reducción de los superávits en el semestre, solo compensada por la importante ampliación del superávit corriente en Venezuela, hasta un 8,4 % del PIB. Por el lado de la balanza de capitales, la inversión extranjera directa siguió

País	2010			2011		2012
	Objetivo	Diciembre	Cumplimiento	Septiembre	Expectativas (a)	Expectativas (a)
Brasil	4,5 ± 2	5,9	Sí	7,3	6,4	5,4
México	3 ± 1	4,4	No	3,1	3,4	3,7
Chile	3 ± 1	3,0	Sí	3,3	3,4	3,0
Colombia	3 ± 1	3,2	Sí	3,7	3,4	3,4
Perú	2 ± 1	2,1	Sí	3,7	3,4	2,6

FUENTES: Estadísticas nacionales y *Consensus Forecast*.

a *Consensus Forecast* de septiembre de 2011 para final de año.

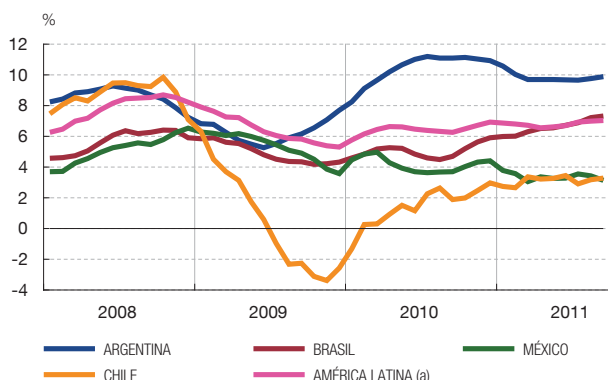
financiando ampliamente el déficit corriente, aunque en una situación como la actual de cambio de sentimiento de los mercados la posición exterior —que por su situación superavitaria constituyó en 2008 una fortaleza al inicio de la crisis— podría resultar ahora una debilidad en algunos países (Colombia y Brasil, principalmente). Esta vulnerabilidad, sin embargo, se vería compensada parcialmente por el aumento de las reservas centrales de divisas, que en todos los países han alcanzado niveles muy superiores a los anteriores a la crisis.

#### Precios y políticas macroeconómicas

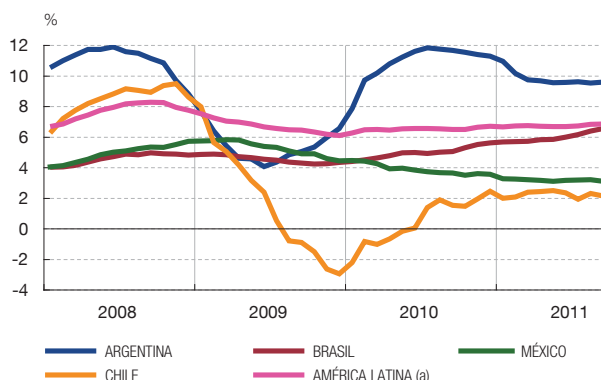
Lejos de estabilizarse, la inflación en América Latina volvió a repuntar en el período transcurrido de 2011, situándose la tasa interanual del agregado de la región en el 7 % en septiembre, 5 décimas por encima del registro de finales de 2010. Como en el semestre anterior, buena parte de esta evolución vino explicada por el comportamiento de los precios en Brasil, donde la tasa de inflación interanual alcanzó el 7,3 % en septiembre (muy por encima de la banda superior del objetivo), aunque también Perú, entre los países que mantienen objetivos de inflación, registró un aumento de precios por encima del objetivo (véase gráfico 10). En cambio, en Chile, Colombia y México la inflación tendió a situarse dentro de las bandas objetivo de los bancos centrales (véase cuadro 2). El alza de los precios de los alimentos a comienzos de año sigue siendo parte de la explicación del repunte de los índices generales, aunque también se han observado en algunos países presiones en la inflación subyacente, particularmente en Brasil, donde esta se situó en el 6,7 % interanual, máximo de los seis últimos años, por la subida de los precios de los servicios. En cambio, en el resto de los países con objetivos de inflación, la subyacente mostró un mejor comportamiento. En México, por ejemplo, se mantuvo estable, en un contexto de holgura de la producción, bajo crecimiento de los costes laborales y apreciación del tipo de cambio hasta junio. Por su parte, en Argentina la inflación se situó en torno al 10 % (mientras que los incrementos salariales alcanzan el 20 %/25 %, rango en el que se sitúan las mediciones no oficiales de inflación), y en Venezuela repuntó hasta el 26,5 %.

En este contexto, durante los siete primeros meses del año se prolongó el ciclo de subida de los tipos de interés en el que estaban inmersos cuatro de los cinco países con objetivo de inflación de la región desde 2010. En Brasil, el tipo oficial subió hasta el 12,50 % en julio, tras tres subidas de 25 pb; en Chile y Colombia se produjeron cinco subidas consecutivas por un total de 200 pb hasta el mismo mes, y en Perú se elevó en 250 pb el tipo de referencia hasta mayo. Todo ello supuso un endurecimiento considerable de las condiciones monetarias, y al mismo tiempo aumentó los incentivos para la *carry trade* y la apreciación cambiaria. De hecho, a fin de contener la presión sobre los tipos de cambio, en el conjunto de los ocho primeros meses del año se produjo una acumulación de reservas de más de 100 mm de dólares en la región (un aumento del 18 %),

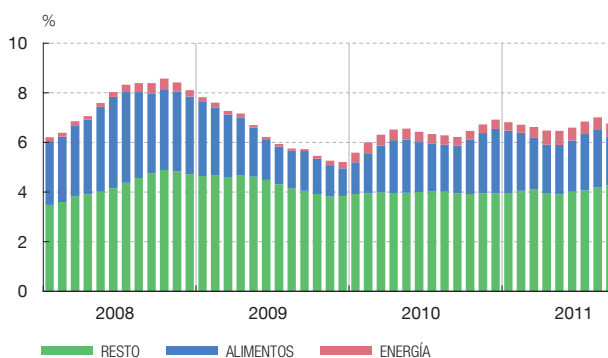
TASA DE INFLACIÓN



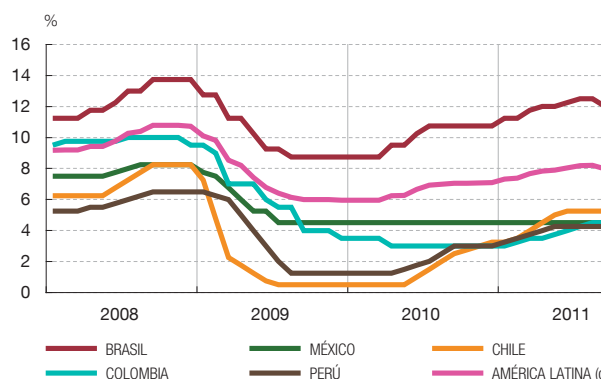
TASA DE INFLACIÓN SUBYACENTE (b)



CONTRIBUCIÓN A LA INFLACIÓN EN AMÉRICA LATINA (c)



TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



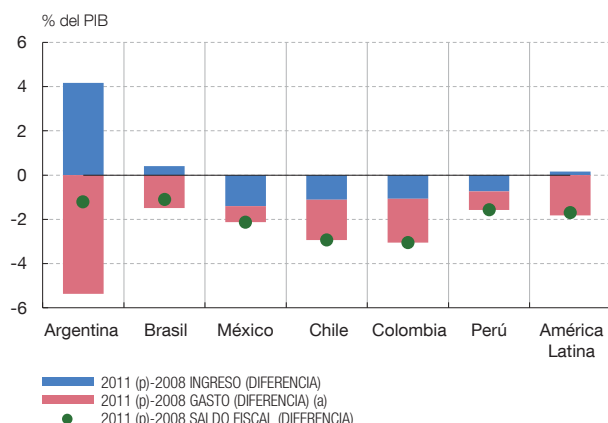
FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

- a Agregado de las siete principales economías.
- b Tasas oficiales.
- c Elaboración propia descontando del índice general los índices de alimentos y energía.
- d Media ponderada de los tipos oficiales de los cinco países con objetivos de inflación.

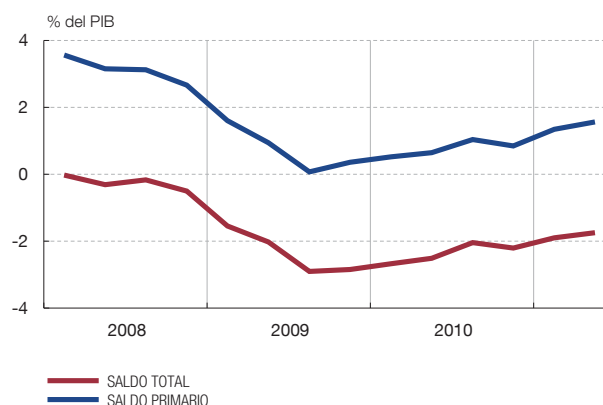
principalmente en Brasil y México, tendencia que se ha revertido en septiembre ante la presión depreciadora.

A finales de agosto, sin embargo, el banco central de Brasil recortó de forma inesperada el tipo de interés oficial en 50 pb, destacando en su comunicado el cambio operado en el escenario internacional, que suponía un aumento significativo de los riesgos para la economía brasileña a través de diversos canales, como los flujos de comercio, la inversión exterior y los efectos confianza. Este cambio de escenario global tendría en principio como consecuencia un balance de riesgos más favorable para la contención de la inflación, que permitiría su convergencia al objetivo del 4,5 % en 2012 —percepción reforzada por las perspectivas de mayor restricción fiscal, anunciada durante el verano—. Sin embargo, las expectativas de inflación para 2011 medidas por las encuestas han tendido a repuntar moderadamente en los últimos meses, tendencia que se ha mantenido después del recorte de tipos. En el resto de los países de la región se ha interrumpido el ciclo alcista de los tipos de interés, y en algunos casos (Chile, México) se ha observado alguna indicación sobre la posibilidad de un recorte de los tipos. Por su parte, las curvas de tipos de interés, que hasta finales de julio mantenían aún una pendiente muy positiva, incorporando expectativas de subida, se han invertido, y descuentan en la actualidad descensos,

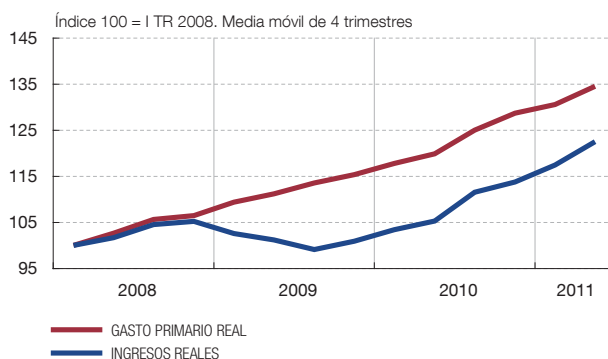
SALDO FISCAL DEL GOBIERNO GENERAL



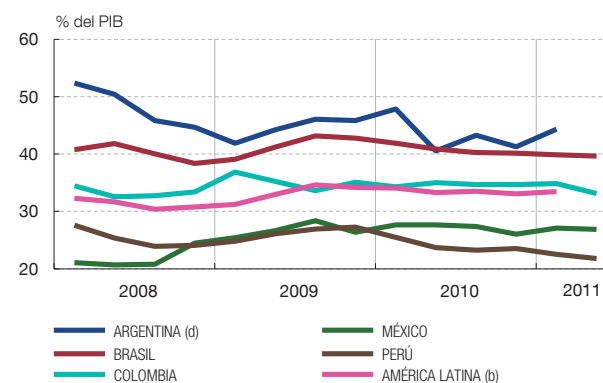
SUPERÁVIT (+) O DÉFICIT (-) EN AMÉRICA LATINA (b)



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



DEUDA PÚBLICA



FUENTES: FMI (*Fiscal Monitor*, septiembre de 2011) y estadísticas nacionales.

- a Un signo negativo significa un aumento del gasto del Gobierno general entre 2008 y 2011.
- b Siete mayores economías.
- c Deflactado por el IPC.
- d Excluida la deuda no presentada al canje en 2005 y 2010.

que, en algunos casos, son muy significativos (más de 100 pb antes de final de año en Brasil, más de 50 pb en Chile o 25 pb en México). Todo ello indica un nuevo cambio de ciclo de tipos de interés en la región.

En el ámbito de la política fiscal no se produjeron novedades destacables durante el semestre, aunque quizá la principal fue el anuncio por parte de Brasil de un aumento del superávit primario para 2011, que fue interpretado como un indicio de mayor restricción fiscal. Sin embargo, hay que tener en cuenta que la fortaleza de los ingresos permitió una mejora de las cuentas públicas a nivel regional —con algunas excepciones, como Argentina (véase sección Evolución económica por países)—, a pesar de que el gasto público siguió creciendo en general a ritmos muy superiores al del crecimiento nominal de la economía. Otros países, como Perú, concretaron medidas de política fiscal moderadamente expansiva tras las elecciones. Una pregunta clave que cabría plantear es cómo deberían reaccionar las políticas fiscales en América Latina en el caso de una significativa desaceleración del crecimiento a nivel global, y si existiría margen, como en 2008-2009, para aplicar políticas anticíclicas. En este sentido, aunque a nivel regional el saldo público primario ha aumentado hasta un 2 % del PIB en 2011 (véase gráfico 11), está considerable-

## Procesos de integración comercial y políticas estructurales

mente por debajo del nivel del 4% alcanzado en 2008. En cambio, la evolución de los saldos primarios estructurales —cuya variación se toma habitualmente como indicador del impulso fiscal<sup>3</sup>— parece poner de manifiesto que en varios países la política fiscal ha sido contracíclica tanto en 2010, cuando brechas de producto negativas han venido acompañadas de un impulso fiscal expansivo, como en 2011, donde prevalecieron brechas positivas e impulsos fiscales contractivos, aunque en algunos países, dada la bonanza de su demanda interna, podría haberlo sido en mayor medida. Todo ello pone de manifiesto la potencial utilidad de las reglas fiscales (véase recuadro 2), que facilitarán en el largo plazo un carácter más marcadamente anticíclico de la política fiscal.

El principal avance en los procesos de integración regionales y la integración exterior de los países latinoamericanos fue la aprobación en octubre del Tratado de Libre Comercio entre Estados Unidos y Colombia por parte del Congreso Americano (junto con los tratados de libre comercio de Corea y Panamá), que había sido firmado cinco años antes, tras aceptar Colombia una modificación de la protección a los trabajadores nacionales y los republicanos una ampliación de los subsidios a los empleados estadounidenses afectados por estos acuerdos. En cambio, las negociaciones del acuerdo entre Mercosur y la UE no registraron avances relevantes, y la UE propuso modificar las preferencias arancelarias que otorga a países en desarrollo, lo que afectaría negativamente a Argentina y Brasil.

En el propio Mercosur resurgieron tensiones proteccionistas, justificadas en parte por una fuerte apreciación de las monedas que merma la competitividad. Así, las autoridades brasileñas impusieron licencias de importación no automáticas para los automóviles y sus piezas, algo que afecta a cerca del 40% de las exportaciones de Argentina hacia Brasil, y al sector en el que estaba basado originalmente el desarrollo del bloque. Igualmente, Brasil propuso que cada miembro elevara los aranceles frente a terceros individualmente ante aumentos súbitos de las importaciones, lo que desactivaría, de facto, el Arancel Externo Común, mientras que Argentina apuntaba a que el objetivo del bloque era una sustitución de importaciones a nivel regional. Perú profundizó en su estrategia de reorientar su comercio mediante tratados bilaterales, y firmó acuerdos con Costa Rica y Panamá, así como un Acuerdo de Complementación Económica con Brasil y Argentina —que permitiría la entrada de casi el 100% de los productos peruanos en estos dos países a partir de 2012—, y con México. Finalmente, Ecuador, ante la expiración en febrero de las preferencias arancelarias ATPDA otorgadas por Estados Unidos, anunció un programa de compensación a los exportadores afectados mediante bonificaciones fiscales.

En el ámbito de las reformas estructurales, los avances han sido escasos y han predominado aquellas destinadas a incrementar los recursos fiscales de los Estados. Así, en Argentina se presentó un proyecto para modificar la carta orgánica del Banco Central que exige a este «coordinar su cometido con el Gobierno», obligándole a financiar actividades y programas de fomento social, es decir, convirtiéndolo en algo más parecido a un banco de desarrollo. En Venezuela se aprobó una ley para incrementar la carga impositiva del sector petrolero, se derogó la prohibición de que PDVSA cuente con miembros del Gobierno como consejeros, y se aprobó la nacionalización de la minería del oro, que fija un máximo de participación del 45% en las explotaciones para las compañías extranjeras y prohíbe la exportación del metal, además de elevar las regalías del 3% al 13% y someter los contratos a la jurisdicción nacional. En Perú, el nuevo Gobierno llegó a un acuerdo con las empresas mineras para implantar un nuevo régimen fiscal para la minería, que proporcionaría unos ingresos adicionales a las arcas del Estado equivalentes al 0,7% del PIB

3 Aumentos (reducciones) del saldo primario estructural implican impulsos fiscales contractivos (expansivos).



Desde 1994, un número creciente de países de todo el mundo (en torno a ochenta, actualmente) ha venido adoptando reglas fiscales<sup>1</sup>. El severo deterioro fiscal en los países desarrollados ha propiciado un nuevo impulso a la adopción o reforzamiento de las reglas fiscales —incluso a nivel constitucional, como recientemente en España— con el fin de reforzar la credibilidad fiscal y garantizar la sostenibilidad de la deuda pública<sup>2</sup>. La conveniencia de las reglas fiscales se deriva del hecho bien constatado y documentado de que las políticas fiscales presentan un sesgo hacia el déficit. Este sesgo puede venir explicado por: i) la propiedad común de los recursos públicos; ii) problemas típicos de principal-agente (la información es asimétrica y los intereses de los representantes elegidos no siempre coinciden con los de los votantes), y iii) problemas de inconsistencia temporal (la posición fiscal refleja no solo el ciclo económico, sino también el ciclo político).

A estas consideraciones generales se añade en América Latina el rasgo específico de que la política fiscal haya sido notablemente procíclica, en parte por la exposición de los países de la región a pronunciadas fluctuaciones económicas resultantes de cambios en los términos de intercambio y en la capacidad de financiarse en el exterior. Así, en esta región a menudo ha resultado difícil para los Gobiernos comprometerse de forma creíble a ahorrar en los buenos tiempos los ingresos extraordinarios —derivados del ciclo, o de la subida del precio de las materias primas—, debido a las presiones para aumentar el gasto público en sociedades democráticas pero socialmente muy desiguales. Por ello, tradicionalmente no se creaba «espacio fiscal suficiente» para contrarrestar la escasez de financiación en los malos tiempos, o para prevenir los rápidos cambios en el sentimiento de los inversores y atenuar la vulnerabilidad a las crisis financieras. En este sentido, en lugar de compensar las perturbaciones de naturaleza cíclica, la política fiscal discrecional ha podido contribuir a aumentar la volatilidad macroeconómica y la vulnerabilidad fiscal en la región. En este contexto, para promover una mayor estabilidad económica, así como lograr la sostenibilidad de la deuda pública, los países de mayor tamaño de la región han adoptado en los últimos años reglas fiscales. La revisión de las características de las mismas y la presentación de sus principales similitudes y diferencias son los

- 1 Nueva Zelanda fue la pionera en el establecimiento de reglas fiscales. Véase FMI (2009), *Fiscal rules anchoring expectations for sustainable public finances*, Fiscal Affairs Department.
- 2 Véase, por ejemplo, para el caso español el artículo «La reforma del marco fiscal en España: los límites constitucionales y la nueva regla del crecimiento del gasto público», publicado en el *Boletín Económico* del Banco de España de septiembre de 2011.

País	Ley original	Última modificación	¿Instrumento de estabilización?	Nivel de gobierno (a)	¿Objetivo numérico?	Institución(es) relacionada(s)	¿Regla de oro?	¿Excepciones a la regla?
Argentina	Ley 25.152, de Solvencia Fiscal (1999)	Ley 25.917, Régimen General de Responsabilidad Fiscal (2004)	No	GC, GSN (acuerdo con GC)	Sí	Consejo Federal de Responsabilidad Fiscal	Sí	Sí
Brasil	Lei de Responsabilidade Fiscal e Finanças Públicas Municipais (2000)	2008	No	SPNF (sin Petrobras)	En legislación separada	Fondo Soberano do Brasil	Sí	Sí
Chile	Ley 20.128, sobre Responsabilidad Fiscal (2006)		Sí	GC	Sí (fijado por el Gobierno)	Fondo de Estabilización Económica y Social/Fondo de Reserva de Pensiones	No	No
Colombia	Ley 358, de Semáforos (1997)	Ley 1473 (2011)	Sí	GC	Sí	Comité Consultivo para la Regla Fiscal, Fondo de Ahorro y Estabilización Fiscal y Macroeconómica	No	Sí
México	Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria (2006)	2009	No	GC	Sí	Fondo de Estabilización	No	Sí
Perú	Ley 27.245, de Prudencia y Transparencia Fiscal (1999)	2007	No	SPNF	Sí	Fondo de Estabilización	Sí	Sí

FUENTES: Leyes nacionales y bibliografía citada en el texto.

a GC = Gobierno Central; SPNF = Sector Público no Financiero; GSN = Gobiernos Subnacionales.

objetivos de este recuadro. El cuadro 1 resume las principales características de las reglas fiscales en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú<sup>3</sup>.

Las reglas fiscales se definen habitualmente como compromisos especificados en objetivos numéricos para algunas variables fiscales clave: saldo público, ingresos públicos, gastos públicos y deuda pública, entre otras, con el fin de establecer un marco para la política fiscal independiente del ciclo político. Aunque la discrecionalidad de la política fiscal puede ser conveniente en algunas circunstancias (por ejemplo, en presencia de perturbaciones inesperadas que requieran una acción política rápida), existe evidencia creciente de que dicha discrecionalidad tiende a llevar a un resultado subóptimo, materializado en el mencionado sesgo hacia el déficit, o a la aplicación de políticas fiscales procíclicas y, por lo tanto, desestabilizadoras<sup>4</sup>.

Las reglas fiscales numéricas adoptan formas variadas en la región y persiguen diferentes objetivos no excluyentes. Así, un primer grupo de reglas fiscales se focaliza en la consecución de la sostenibilidad fiscal. Este es el caso de Argentina, Brasil, México y Perú, que fijan límites a distintas variables como los saldos públicos (primarios o totales), el gasto público total o categorías específicas del mismo, el servicio de la deuda pública o la propia deuda pública —expresada en porcentaje del PIB, en tasa de crecimiento o en volumen total—. En la mayoría de los casos se aplica la llamada «regla de oro», según la cual el gasto en inversión pública se excluye de los límites al gasto público para evitar que la inversión pública sea la partida de ajuste. También en todos estos casos se incluyen límites a la financia-

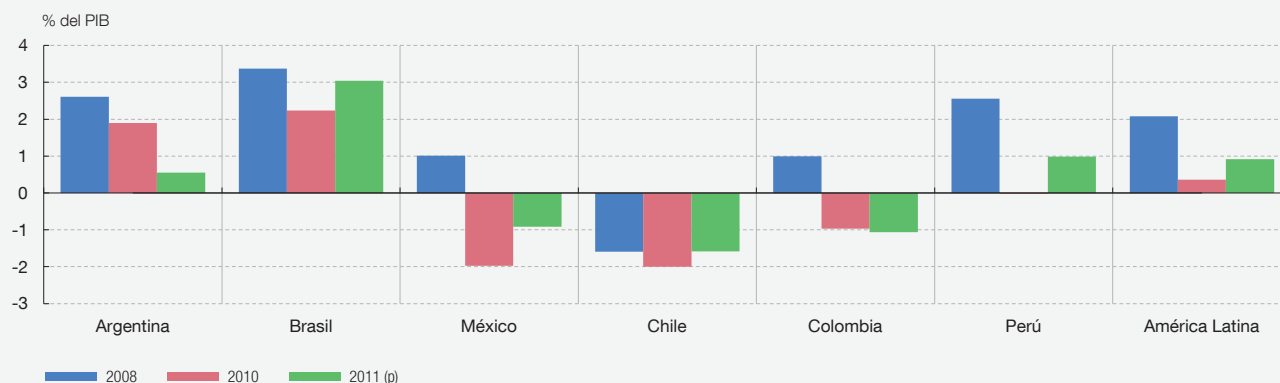
ción que el banco central puede otorgar al sector público<sup>5</sup>. Las ventajas de este tipo de reglas fiscales residen principalmente en que son simples, transparentes y fácilmente controlables. Entre las posibles desventajas destaca la falta de flexibilidad que impone a la política fiscal, aunque en casi todos los países se han incluido «clausulas de escape» para hacer frente a circunstancias extremas, como graves crisis económicas o catástrofes naturales. Otro elemento potencialmente negativo es que podría fomentar cierto grado de «contabilidad creativa» con el fin de conseguir el cumplimiento de los objetivos.

Un segundo conjunto de reglas fiscales tiene como objetivo prioritario la preservación de la capacidad de estabilización cíclica —permitiendo el funcionamiento de los estabilizadores automáticos—, aunque sin olvidar el compromiso con la sostenibilidad fiscal. Este tipo de reglas suelen basarse en: i) un objetivo de saldo público a lo largo de un ciclo económico, o ii) objetivos numéricos para el saldo estructural (ajustando por el ciclo económico y/o los precios de las materias primas) para cada año. Por ello, parecen especialmente adecuadas para abordar los desafíos que ingresos inciertos y volátiles (que, en muchos casos, dependen del precio de las materias primas) plantean a la gestión fiscal en muchos países de América Latina. A la ventaja de mayor flexibilidad de este tipo de reglas se contraponen la mayor complejidad y el inevitable grado de arbitrariedad de las técnicas utilizadas para la estimación de brechas de producción, de los precios de largo plazo de las materias primas y de las elasticidades presupuestarias. En la actualidad, solo el Gobierno chileno sigue una regla de este tipo, que fija un objetivo sobre el saldo público estructural (aislando de los ingresos públicos el efecto del ciclo económico y de los

3 En Venezuela, la regla fiscal en los últimos años ha sido frecuentemente cambiada o suspendida.  
 4 G. Kopits (2001), *Fiscal rules: useful policy framework or unnecessary ornament?*, IMF Working Paper 01/145.

5 Los instrumentos jurídicos utilizados pueden ser disposiciones constitucionales u otras normas de alto nivel, legislación ordinaria o simplemente una pauta general de política. La legislación también suele incluir las sanciones por incumplimiento (a nivel institucional o personal).

SALDO PRIMARIO DEL GOBIERNO GENERAL AJUSTADO DE CICLO



FUENTE: FMI, *Fiscal Monitor*.

precios del cobre y del molibdeno)<sup>6</sup>. En los próximos años, la política fiscal en Colombia seguirá también un esquema similar, pues actualmente se está desarrollando el reglamento a partir de la Ley aprobada en julio.

Este segundo tipo de reglas fiscales lleva habitualmente asociado la creación de fondos de estabilización, generados a partir de los excedentes fiscales en épocas de auge económico, que permiten financiar el gasto público durante las recesiones. Así, por ejemplo, Chile mantiene el Fondo de Estabilización Económica y Social<sup>7</sup>, que, además de servir como estabilizador automático, ha permitido al Gobierno chileno poner en práctica medidas anticíclicas en la reciente crisis financiera (realizando retiradas del Fondo por una cuantía del 5,7 % del PIB en 2009). En cualquier caso, cabe señalar que casi todos los demás países de la región cuentan con este tipo de fondos de estabilización para atenuar el impacto de recesiones o caídas bruscas de los precios de las materias primas, aunque solo el de Perú tiene una magnitud relevante (cerca del 3,4 % del PIB en agosto de 2011).

En los países de la región, salvo en Chile, la aplicación de las normas fiscales no se limita al Gobierno central, sino que incluye otros niveles de Gobierno. Cuando existen varios niveles de gobierno, se multiplica el riesgo de que se incurra en faltas de responsabilidad fiscal por parte de alguno de estos Gobiernos subnacionales. Las disposiciones correspondientes al comportamiento fiscal subnacional pueden ser adoptadas con un enfoque *de arriba hacia abajo* o un enfoque *de abajo hacia arriba*. En el primer caso, la autoridad central fija una serie de normas y reglas numéricas a los Gobiernos subnacionales. Este tipo de enfoque aparece en países con una estructura federal, en experiencias con rescates de los Gobiernos subnacionales (Brasil), o en países fiscalmente más centralizados en los que la Constitución otorga al Gobierno central poder para legislar en todas las áreas y decidir qué recursos fiscales delega en los Gobiernos subnacionales (Colombia y Perú). Resulta, sin embargo, mucho más difícil establecer reglas fiscales consistentes a través de un enfoque de *abajo arriba*, es decir, cuando los Gobiernos subnacionales adoptan voluntariamente normas vinculantes (Argentina). En cualquier caso, las reglas fiscales para los Gobiernos subnacionales son

especialmente útiles en los casos en que no funcione correctamente la disciplina de mercado.

La aceptación política y social de una regla fiscal es mayor si un organismo de control fiscal independiente se encarga de vigilar su aplicación, ya que se considera que reduce significativamente los riesgos de la manipulación de la regla por motivos políticos. Este es el caso, especialmente, de las reglas basadas en saldos públicos estructurales. Sin embargo, solo en Argentina existe un consejo de estas características, aunque sus funciones están más enfocadas al control de los Gobiernos subnacionales<sup>8</sup>.

La evaluación de los efectos de las reglas fiscales sobre el desempeño fiscal no es sencilla, en parte porque en algunos casos las reglas han estado en vigor durante pocos años, y sobre todo porque hay problemas de selección de la muestra y de identificación (ya que en algunos países las reglas fiscales forman parte de un marco más amplio de política macroeconómica) que llevan a que el análisis econométrico presente ciertas limitaciones<sup>9</sup>. Sin embargo, numerosos indicadores fiscales muestran que la región se enfrentó a la reciente crisis financiera global en una posición fiscal más favorable que en el pasado, lo que en parte es reflejo de los esfuerzos realizados en los años previos<sup>10</sup>. De esta manera, a diferencia de lo sucedido en episodios anteriores, durante la crisis financiera global casi todos los países de la región pudieron llevar a cabo una política fiscal anticíclica en mayor o menor medida: como muestra el gráfico, durante el debilitamiento de la actividad el saldo primario estructural se redujo, apuntando a la existencia de un impulso fiscal expansivo. Asimismo, la política fiscal mantuvo su carácter anticíclico al cerrarse las brechas de producción en 2010 en casi todos los países y pasar el impulso fiscal a ser contractivo en 2011 en varios de ellos.

6 La regla podría ser revisada en los próximos meses de acuerdo con las directrices ofrecidas por un comité asesor creado a tal efecto.

7 Asimismo, el Fondo de Reserva de Pensiones recibe aportaciones para hacer frente a obligaciones futuras del sistema público de pensiones.

8 El informe del comité asesor para el diseño de una política fiscal de balance estructural de segunda generación para Chile recomienda la creación de esta figura.

9 Los estudios empíricos disponibles apuntan a que los procesos de consolidación fiscal ya estaban en marcha antes de la introducción de las reglas fiscales, si bien estas podrían haber servido para reafirmar e institucionalizar estos procesos. Véase, por ejemplo, C. Caceres, A. Corbacho y L. Medina (2010), *Structural breaks in fiscal performance: did fiscal responsibility laws have anything to do with them?*, IMF Working Paper 10/248.

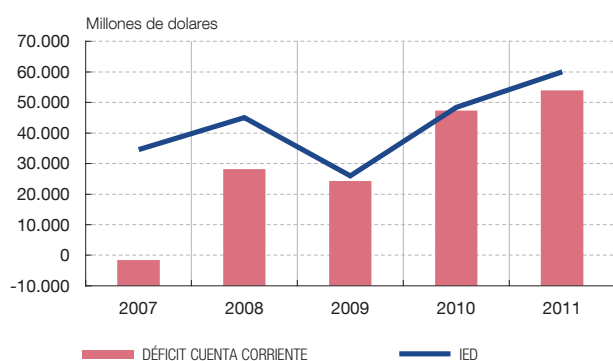
10 C. Daude, A. Melguizo y A. Neut (2010), *Fiscal policy in Latin America: countercyclical and sustainable at last?*, OECD Development Centre Working Paper n.º. 291.

anualmente. En México, el fin del período de sesiones del Congreso ante las elecciones de julio de 2012 impidió la aprobación de la reforma política y la reforma laboral propuestas en 2010. En Chile, sin embargo, el Gobierno presentó 50 medidas llamadas Agenda de Impulso Competitivo (AIC), orientadas a mejorar la competitividad con el objetivo de crecer a tasas del 6 % anual. Hay que destacar, por último, que, tras el acuerdo de integración de las bolsas de Colombia, Perú y Chile a finales de abril, el volumen de transacciones ha sido mínimo, y se han detenido los planes de fusión de las bolsas de Colombia y Perú.

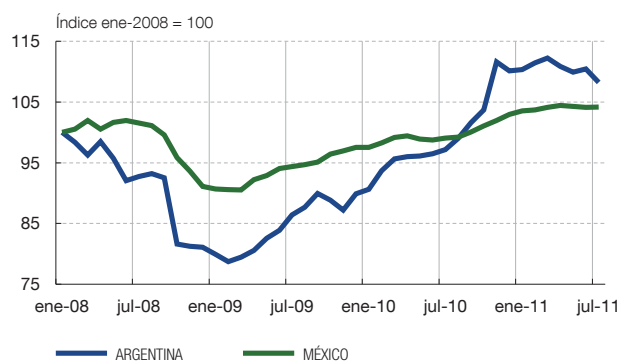
## Evolución económica por países

La economía de *Brasil* experimentó una desaceleración en el segundo trimestre del año, al registrar un crecimiento del 0,8 % intertrimestral, frente al 1,2 % del primer trimestre. De esta manera, el crecimiento interanual continuó moderándose, aunque de forma más acusada de lo previsto (hasta el 3,1 % en el segundo trimestre), tendencia que parece estar siendo más intensa en el tercer trimestre, a tenor de la evolución de los indicadores mensuales del PIB. Este menor dinamismo viene explicado por la desaceleración de la demanda interna, que aportó 4,3 pp al crecimiento del PIB, debido sobre todo al menor crecimiento de la inversión, pues el consumo privado mantuvo su fortaleza (5,5 % interanual). La ralentización de la inversión puede deberse a la fortaleza del tipo de cambio (y su efecto sobre la industria), pero también al cierre de la brecha de producto o a factores estructurales —como el nivel impositivo, o coste de acceso al crédito—. El mercado laboral mantiene su evolución favorable, con tasas de desempleo muy reducidas, del 6 % en agosto, y con un crecimiento notable de los salarios reales. La inflación ha mostrado un comportamiento desfavorable, registrando tasas superiores al 6,5 % interanual desde abril (por encima del intervalo objetivo del banco central, cuyo centro está en el 4,5 %, con bandas de +/-2 %), y llegando en septiembre al 7,3 % interanual, poniendo de manifiesto presiones de demanda. A pesar de ello, el banco central redujo el tipo de interés oficial en 50 pb en su reunión de agosto y en 50 pb en octubre, hasta situarlo en el 11,50 %, tras haberlo incrementado en 25 pb en las reuniones de abril, junio y julio. El banco central destacó que este cambio de tono se debía al empeoramiento del entorno exterior. El crédito interno al sector privado mantuvo tasas de crecimiento elevadas —de alrededor del 20 % interanual en términos reales en el período bajo estudio—, a pesar de las numerosas medidas adoptadas en meses previos para tratar de moderarlo. El crédito dirigido mostró un mayor dinamismo, aunque se desaceleró hasta tasas del 23 % en julio. En el ámbito fiscal, el superávit primario acumulado en los doce últimos meses hasta julio aumentó hasta el 3,8 % del PIB (en el conjunto de 2010 fue del 2,8 %), y se redujo el déficit tras pago de intereses hasta el 1,9 % del PIB, desde el 2,6 % del cierre de 2010. La deuda neta se redujo hasta el 39,4 % del PIB, en gran medida por el efecto del crecimiento. Estos positivos resultados fiscales están asociados a la favorable evolución de los ingresos, que en el caso del Gobierno central aumentaron un 20 % interanual hasta agosto, frente al incremento del 11 % de los gastos. En este contexto, el Gobierno anunció un aumento del objetivo de superávit primario para el sector público consolidado en 2011 de entre un 0,25 % y un 0,3 % del PIB, hasta situarlo en el 3,35 % del PIB, aumento que, sin embargo, no implica ningún compromiso de largo plazo. Por otra parte, se presentó la primera propuesta de presupuestos para 2012, que fija un objetivo de superávit primario del 3,1 % del PIB, sobre la base de supuestos de evolución del PIB e inflación que se consideran ahora demasiado optimistas. En el ámbito del sector exterior, el déficit de la cuenta corriente aumentó, pues el mayor superávit de la balanza comercial (impulsada por el aumento de las exportaciones) se vio más que compensado por la ampliación del déficit de rentas. Se mantuvieron las fuertes entradas de flujos financieros, destacando especialmente las entradas de inversión extranjera directa. Acumuladas en los doce últimos meses hasta agosto del presente año, las entradas de flujos financieros han alcanzado los 87 mm de dólares, y las de inversión extranjera directa los 54 mm de dólares, financiándose entre ambas

BRASIL: IED Y DÉFICIT POR CUENTA CORRIENTE



INDICADOR ADELANTADO DE ACTIVIDAD



FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco Nacional de Brasil.

ampliamente el déficit de la cuenta corriente (véase gráfico 12). En este contexto, el banco central mantuvo su política de acumulación de reservas durante la mayor parte del semestre, aunque a finales de septiembre realizó ventas de dólares en el mercado de futuros, para solventar los problemas de liquidez en dólares y la abrupta depreciación del real. Por otra parte, la agencia Moody's mejoró la calificación crediticia de la deuda soberana del país, situándola un escalón por encima del grado de inversión.

En el primer semestre de 2011, las tasas de crecimiento interanual siguieron reduciéndose en México, hasta alcanzar una tasa del 3,3 % en el segundo trimestre. Con estas tasas, el PIB recuperó, en el primer trimestre de 2011, el nivel máximo previo a la crisis, una recuperación muy poco vigorosa. De hecho, México sería, junto con Venezuela, el único país cuya brecha de producción sigue siendo negativa de acuerdo con el ejercicio realizado. En la descomposición por el lado de la demanda destaca la aportación positiva del sector exterior al crecimiento del PIB en el primer semestre del año (0,7 pp), único país de la región donde se observa, debido a una fuerte desaceleración del crecimiento de las importaciones, ligada probablemente a la ralentización del consumo privado. En sentido contrario, la inversión privada, especialmente en bienes de equipo, experimentó una cierta aceleración, lo que podría explicarse con la recuperación del ciclo industrial americano, aunque también con el efecto estadístico tras dos años de caída. Por el contrario, la inversión pública presentó tasas de crecimiento negativas, al igual que el consumo público. De este modo, la demanda interna se desaceleró, creciendo un 2,9 % en el segundo trimestre de 2011. Los datos publicados para el tercer trimestre de 2011 y los indicadores adelantados (véase gráfico 12) apuntan a una desaceleración adicional de la actividad, en parte como consecuencia del menor crecimiento registrado en Estados Unidos, lo que refleja las limitaciones de la economía mexicana para generar un crecimiento autosostenido basado en su demanda interna. En el mercado laboral, el empleo formal creció a una tasa del 4,5 % interanual, con un mayor dinamismo del empleo temporal. En este contexto, se mantuvo el comportamiento favorable de la inflación, que se situó en el 3,1 % en septiembre, ligeramente por encima del centro del rango objetivo (3 %). La tasa subyacente se mantuvo entre el 3,1 % y el 3,3 % en los ocho primeros meses del año. La holgura de la producción, el bajo crecimiento de los costes laborales y la apreciación de la moneda, al menos hasta julio, contribuyeron a mantener este benigno panorama para la inflación. El banco central mantuvo los tipos oficiales en el 4,5 %, si bien en el último comunicado abrió la puerta a posibles reducciones, si las condiciones globales se siguieran deteriorando. El crédito bancario al sector privado siguió acelerándose, alcanzando una tasa de

crecimiento interanual en términos reales ligeramente por encima del 10 %, con tasas más elevadas en el crédito al consumo. En el plano fiscal, las cuentas públicas experimentaron un ligero empeoramiento en el conjunto del semestre, pues, excluyendo la inversión de la empresa pública PEMEX, el déficit se situó en el 1,1 % del PIB en términos anualizados, cuatro décimas más que en 2010, como consecuencia de que los ingresos públicos ascendieron un 4,6 % real interanual, gracias al ascenso de los ingresos petroleros, y los gastos públicos un 5,3 %. Uno de los riesgos incipientes es el relacionado con las finanzas de los Estados, dado que su deuda ha ascendido en 1 pp del PIB, hasta el 2,5 %, desde 2008, y tres de ellos se han situado en una posición difícil, con una deuda superior al 50 % de sus ingresos. Por ello, a mediados de agosto la Secretaría de Hacienda anunció un programa de garantías para las emisiones de los Estados que necesiten refinanciar sus pasivos o elevar la inversión en infraestructuras. La balanza por cuenta corriente presentó un déficit del 0,6 % del PIB en el primer semestre del año, como consecuencia del aumento del déficit en la balanza de servicios y en la de rentas, mientras que la cuenta financiera registró un superávit del 4,1 % del PIB, tanto por el mayor superávit en el apartado de inversión extranjera directa (aunque la recibida por México se redujo, se produjo una casi congelación de inversión directa mexicana en el exterior) como, especialmente, por la inversión en cartera para la compra de bonos (cerca de un 2,8 % del PIB). El banco central mantuvo el mecanismo para reducir la volatilidad en la apreciación cambiaria y acumular reservas hasta alcanzar los 138 mm de dólares a finales de octubre, esto es, un 11,4 % del PIB. El Gobierno realizó varias emisiones globales en moneda local y moneda extranjera, incluida la reapertura del bono a cien años por valor de 1.000 millones de dólares la primera semana de agosto, en medio de turbulencias de los mercados financieros globales.

La actividad en *Argentina* siguió mostrando un notable dinamismo. En el segundo trimestre el PIB creció un 2,5 % en tasa intertrimestral (3,1 % en el primer trimestre) y un 9,1 % en tasa interanual (9,9 % en el trimestre anterior). La demanda interna creció un 12 % en tasa interanual en el primer semestre, mostrando todos sus componentes una cierta aceleración en el segundo trimestre. El crecimiento de la inversión (23,8 %, en tasa interanual) fue especialmente destacado, como resultado de la vigencia de tipos de interés reales muy negativos, de la pujanza del consumo privado, y también de las importaciones de bienes duraderos de Brasil. Las importaciones aumentaron casi un 25 % en ese trimestre, lo que, junto a la notable desaceleración de las exportaciones, que apenas crecieron un 0,5 %, llevó a un aumento de la aportación negativa del sector exterior, hasta situarse en 3,1 pp (frente a 1,9 pp en el primer trimestre). Los indicadores referentes al tercer trimestre de 2011 apuntan a cierta moderación de la actividad, al igual que lo hacen los indicadores adelantados (véase gráfico 12). A diferencia de lo observado en los años anteriores, el superávit comercial se está reduciendo en un contexto de mantenimiento de los precios de las materias primas exportadas por Argentina, desaceleración de la economía brasileña y fuerte aumento (38 %) de las importaciones en los ocho primeros meses del año, situación que podría verse agravada de persistir la caída del precio de la soja desde septiembre. Además, en el segundo trimestre de 2011 la cuenta corriente presentó un superávit muy inferior al alcanzado en el segundo trimestre de 2010, como consecuencia tanto de la reducción del superávit comercial como del aumento del déficit de la balanza de rentas. Por su parte, la cuenta financiera presentó un déficit de 2.318 millones de dólares en la primera mitad de 2011, frente al superávit de 464 millones registrado en el mismo período de 2010, y la formación de activos externos netos del sector privado no financiero (medida aproximada de las salidas de capitales) se situó en 5.402 millones de dólares, una cifra similar a la del mismo período del año anterior. La inversión extranjera directa recibida por Argentina ascendió solo a 290 millones de dólares en el segundo trimestre de 2011. Estas tendencias se agudizaron en el tercer trimestre, lo que, unido al aumento en la volatilidad de los

mercados financieros mundiales, llevó al banco central a vender dólares —entre el pago de la deuda externa y las intervenciones, las reservas han descendido 4,5 millones de dólares desde el máximo anual en enero— para mantener la cotización del peso/dólar en niveles cercanos a 4,20. Como consecuencia de la elevada inflación, el peso ha seguido apreciándose en términos reales. En el plano fiscal, los ingresos públicos crecieron un 31,7 % en los ocho primeros meses del año (incluyendo importantes transferencias procedentes de los beneficios del banco central), y los gastos un 36,3 %, por lo que el superávit primario acumulado se redujo en un tercio respecto al mismo período de 2010. El crédito bancario al sector privado ha seguido acelerándose y en agosto presentó una tasa interanual de crecimiento superior al 50 %, si bien conviene recordar el reducido nivel del mismo medido en términos de PIB. También es destacable el aumento de la dolarización de los depósitos que se ha producido en las últimas semanas y la reciente elevación de los tipos de interés de los mismos. En las elecciones presidenciales celebradas el 23 de octubre se reeligió a la actual presidenta, por lo que se espera una continuidad de las políticas económicas.

En *Chile* se mantuvo el dinamismo de la actividad en un entorno de condiciones financieras benignas, un mercado laboral con bajo desempleo y alto crecimiento de los salarios, y unos términos de intercambio favorables. Así, la economía creció un 6,8 % en tasa interanual durante el segundo trimestre del año, con variaciones intertrimestrales del 1,5 % en los dos primeros trimestres del ejercicio. El impulso continuó siendo liderado por la demanda interna, que, sin embargo, muestra signos de moderación en todos sus componentes, especialmente en el consumo público y la inversión. La demanda externa redujo su aportación negativa a 4,3 pp en el segundo trimestre (cuando en 2010 había alcanzado los 12,2 pp) especialmente por la desaceleración de las importaciones. Los datos de actividad del tercer trimestre señalan una mayor desaceleración de la esperada, que, en parte, viene explicada por algunas huelgas mineras. La inflación se ha situado en los últimos meses alrededor del 3 %, el objetivo del banco central, mientras que las expectativas a medio plazo se han vuelto a situar en el objetivo del banco central, en paralelo al buen comportamiento de la inflación subyacente. En este contexto, el banco central finalizó el ciclo de subidas en julio, tras cinco subidas mensuales consecutivas. Por el lado fiscal, destaca el bajo nivel de ejecución del gasto público en la primera mitad del año. En junio, el crédito bancario al sector privado creció un 10 % en términos reales, con una evolución bastante homogénea entre empresas y familias.

En *Colombia*, la actividad se aceleró notablemente en el segundo trimestre de 2011, con un crecimiento intertrimestral del 2,1 %, tras la relativa debilidad del primer trimestre. Destacó el dinamismo de la demanda interna, impulsada en gran parte por la evolución de la inversión, que aumentó un 14,8 %. Por el contrario, la demanda externa restó 5,5 pp al crecimiento en ese trimestre, siendo Colombia el país de la región con la mayor aportación negativa. Los indicadores de actividad apuntan a un mantenimiento del dinamismo de la economía en el tercer trimestre, en un contexto de positivo comportamiento del mercado laboral y favorables condiciones de acceso al crédito. La inflación se mantuvo dentro del rango objetivo del banco central (2 %-4 %). Por su parte, la inflación subyacente se situó por debajo del 3 % en el primer semestre del año. El banco central mantuvo el tipo de interés oficial en agosto y septiembre, tras subirlo al 4,5 % en las cinco reuniones anteriores. En el frente fiscal destaca la aprobación de legislación para la implementación de una regla fiscal estructural. De acuerdo con la misma, se fija un déficit estructural del 2,5 % del PIB en 2014, que se reducirá hasta el 1,8 % en 2018 y hasta el 1 % en 2022. En este contexto de disciplina fiscal, Moody's y Fitch elevaron la calificación crediticia de la deuda soberana en un escalón, hasta el «grado de inversión», uniéndose de esta manera a Standard & Poor's, que lo había hecho en marzo. Por otra parte, las autoridades tomaron

medidas para reducir la vulnerabilidad externa, como la renovación de la línea de crédito flexible (FCL) con el FMI.

En *Perú*, el PIB creció un 6,7 % interanual en el segundo trimestre de 2011, por debajo del 8,7 % del trimestre anterior. También en tasas intertrimestrales se observó una moderada desaceleración, desde el 1,6 % hasta el 1,3 %. Esta evolución vino marcada por el bajo crecimiento del consumo público y la inversión, influidos por los límites legales al gasto público que se establecen en los períodos preelectorales. La cuenta corriente alcanzó, en el primer semestre, un déficit del -2,3 % del PIB, por encima del registrado en el mismo período de 2010, como consecuencia principalmente del aumento del déficit de la cuenta de rentas. La inflación ha mantenido a lo largo del año una tendencia creciente (hasta alcanzar el 3,7 % en septiembre), situándose desde marzo por encima del límite superior del rango objetivo del banco central (1 %-3 %). Esta evolución ha respondido, sobre todo, al deterioro de la parte no subyacente, agudizado en junio por la disminución de los subsidios al precio de la gasolina. El banco central ha mantenido el tipo oficial sin cambios en el 4,25 % desde mayo y, hasta agosto, intervino en el mercado cambiario comprando dólares. Sin embargo, a finales de septiembre realizó ventas directas de dólares para hacer frente a las presiones depreciatorias. Para los próximos meses, el nuevo Gobierno ha aprobado un paquete de estímulo fiscal. Asimismo, el Congreso ha aprobado la propuesta de reforma del régimen fiscal de la minería con la que las regalías se incrementarán y con la que el Gobierno espera aumentar los ingresos públicos en una cuantía cercana al 0,7 % del PIB. En un contexto en el que se percibe el compromiso del nuevo Gobierno con la adopción de políticas económicas ortodoxas, la agencia de calificación Standard & Poor's mejoró la calificación crediticia de Perú desde BBB- a BBB, un nivel por encima del «grado de inversión».

En el primer semestre de 2011, *Venezuela* registró una expansión de la actividad, en media, del 3,6 %, frente al avance del 0,1 % del segundo semestre de 2010. Por el lado de la oferta, se ha prolongado la pérdida de peso relativo de la actividad petrolera, pasando del 20 % del PIB a cerca del 12 % entre 1997 y 2011. En el segundo trimestre, la evolución de la actividad se ha visto lastrada por la reaparición de la crisis energética, que llevó en junio al anuncio de medidas de ahorro para reducir el elevado consumo de electricidad del país. El crédito bancario siguió creciendo a tasas cercanas a la inflación, que se mantuvo en alrededor del 25 % en el período analizado. La política monetaria mantuvo como ancla nominal el tipo de cambio fijo. La última medida de política antiinflacionista anunciada por el Gobierno fue una nueva ley de control de precios que permite establecer mecanismos de control previo a aquellas empresas cuyas ganancias se consideren excesivas en relación con los costes. En el primer semestre, el superávit por cuenta corriente aumentó en más de 8 mm de dólares respecto al mismo período de 2010, acumulando en estos seis primeros meses de 2011 un superávit mayor que en todo 2010. La mejoría se derivó, principalmente, del aumento del valor de las exportaciones de petróleo, que supusieron el 94,9 % del total. Standard and Poor's rebajó la calificación de la deuda soberana del país a B+ desde BB- en aplicación de su nueva metodología, que concede mayor importancia al riesgo político. Por último, en agosto se anunció que se cambiaría la ubicación de las reservas internacionales de Venezuela, tanto las monetarias (unos 9 mm de dólares) como las de oro (unos 19 mm de dólares) de instituciones de países desarrollados a países como Brasil, Rusia o China.

24.10.2011.





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

## Introducción

Durante el tercer trimestre de 2011, el número de nuevas disposiciones de carácter financiero promulgadas ha sido relativamente escaso en relación con períodos anteriores.

En el ámbito de las entidades financieras, se ha modificado la regulación de las entidades de dinero electrónico (en adelante, EDE) para adaptarla a la reciente normativa comunitaria.

En el sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado, se ha ampliado a todos los organismos públicos la posibilidad de obtener la condición de titular de cuentas.

En el área comunitaria cabe reseñar cuatro disposiciones: la modificación de la normativa sobre el balance del sector de las instituciones financieras monetarias; la actualización de la normativa sobre las estadísticas monetarias; la introducción de ciertos cambios en la recopilación de datos relativos al euro y el funcionamiento del sistema de información sobre la moneda, y la publicación de una nueva directiva relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (en adelante, GFIA).

Por último, se ha promulgado un Real Decreto que contiene un conjunto de medidas, entre otras, de apoyo a los deudores hipotecarios, de control del gasto público y de cancelación de deudas contraídas por las Entidades Locales.

## Entidades de dinero electrónico: modificación de la normativa

Se ha publicado la *Ley 21/2011, de 26 de julio* (BOE del 27), de dinero electrónico, que establece un nuevo marco regulador de las EDE y de la emisión de dinero electrónico<sup>1</sup>. Todo ello como consecuencia de la transposición parcial de la Directiva 2009/110/CE, de 16 de septiembre<sup>2</sup>, sobre el acceso a la actividad de las EDE y su ejercicio, así como sobre la supervisión prudencial de dichas entidades, por la que se modifican las directivas 2005/60/CE, de 26 de octubre, y 2006/48/CE, de 14 de junio, y se deroga la Directiva 2000/46/CE, de 18 de septiembre, y de la experiencia acumulada de estos años.

El cuadro 1 ofrece, de manera sintética, una comparación de los principales aspectos contemplados en la Ley en relación con la normativa anterior.

Se matiza la definición de dinero electrónico, que se basa en tres criterios: 1) es todo valor monetario almacenado por medios electrónicos o magnéticos que representa un crédito sobre el emisor; 2) que sea emitido al recibo de fondos con el propósito de efectuar operaciones de pago, según se definen en la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago<sup>3</sup>, y 3) que sea aceptado como medio de pago por una persona física o jurídica distinta del emisor.

Se excluyen del ámbito de aplicación aquellos valores monetarios almacenados en instrumentos específicos, diseñados para atender a necesidades concretas y cuyo uso esté

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

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

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

Ley 44/2002, de 22 de noviembre, y Real Decreto 322/2008, de 29 de febrero

Ley 21/2011, de 26 de julio

Régimen jurídico	
Tienen la naturaleza de entidades de crédito.	Pérdida de la condición de entidad de crédito, quedando, a partir de ahora, integradas dentro del grupo de entidades financieras.
Para la creación de las EDE, se establecen una serie de requisitos. En especial, la idoneidad y honorabilidad de los cargos de administración, y el establecimiento de mecanismos de buena gestión interna sana y prudente, una estructura organizativa adecuada, así como procedimientos eficaces de identificación, gestión, control y comunicación de los riesgos.	Sin cambios significativos.
Recursos propios y limitación de las inversiones	
Se exige un capital inicial mínimo de un millón de euros y unos fondos propios permanentes, iguales o superiores al 2% del saldo de sus pasivos financieros derivados del dinero electrónico emitido en circulación o de la media de dicho saldo durante los seis meses precedentes, si este último importe fuese superior.	Se reduce el capital inicial mínimo a 350.000 euros. Este se complementará con un volumen suficiente de recursos propios en relación con los indicadores de negocio. Sobre la base de la evaluación de los procesos de gestión de riesgos, el Banco de España podrá exigir una cifra de fondos propios hasta un 20 % superior o permitir que posea una cifra de recursos propios hasta un 20 % inferior.
Limitación a las inversiones: las EDE deben realizar una serie de inversiones obligatorias en un determinado conjunto de activos.	Desaparece.
No se contempla.	Se introducen requerimientos de salvaguarda de los fondos recibidos para la emisión de dinero electrónico o para la prestación de servicios de pago. En particular, mediante su cobertura por una póliza de seguros u otra garantía comparable solo podrá utilizarse mediando autorización expresa del Banco de España, a petición justificada de la entidad.
Régimen de actividades	
La emisión de dinero electrónico, así como la prestación de servicios financieros y no financieros estrechamente relacionados con la emisión de dinero electrónico.	Además de la anterior, podrán prestar servicios de pago, conceder créditos en relación con determinados servicios de pago, realizar la gestión de sistemas de pago, prestar servicios operativos y servicios auxiliares estrechamente vinculados con las anteriores actividades y llevar a cabo cualesquiera otras actividades económicas distintas de la emisión de dinero electrónico, con arreglo a la legislación aplicable.
No se contempla de manera específica.	Existe la posibilidad de que las EDE deleguen en terceros o mediante la intermediación de agentes la realización de determinadas actividades, como la distribución y el reembolso de dinero electrónico. No obstante, se establece la prohibición de emitir dinero electrónico a través de agentes.
No se contempla de manera específica.	Se introduce el régimen de participaciones significativas en términos similares a lo regulado para las entidades de crédito.
Régimen de supervisión y sancionador	
Corresponde al Banco de España el control e inspección de estas entidades, en el marco de lo establecido por la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito.	Sin cambios significativos.

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

limitado, bien porque el titular solo pueda utilizarlo en los establecimientos del propio emisor o en una red limitada de proveedores de bienes o servicios, bien porque pueda adquirirse con él únicamente una gama limitada de bienes o servicios, o cuando se utilicen para operaciones de pago ejecutadas por medio de dispositivos de telecomunicación, digitales o de tecnologías de la información.

Se aborda el régimen de emisión y reembolso de dinero electrónico, concretándolo en tres aspectos fundamentales: 1) se establece la obligación de emitir dinero electrónico por su valor nominal; 2) se prohíbe la concesión de intereses o de cualquier otro beneficio que

esté asociado al tiempo durante el cual el titular del dinero electrónico lo mantiene, y 3) se prevé la posibilidad de que dicho titular solicite y obtenga el reembolso del dinero electrónico de que disponga, en cualquier momento y por su valor nominal. Con carácter general, la norma establece que el reembolso debe efectuarse libre de gastos, aunque se prevén una serie de supuestos en los que el emisor podrá repercutir un gasto, proporcional y adecuado a los costes en que incurra, por efectuar dicho reembolso.

A diferencia de la normativa anterior, la Ley introduce la reserva de actividad para emitir dinero electrónico en favor de una serie de entidades que se enumeran en la norma. Son las siguientes: las entidades de crédito, las propias EDE, la Sociedad Estatal de Correos y Telégrafos, el Banco de España cuando no actúe en su condición de autoridad monetaria, y las Administraciones Públicas cuando actúen en su condición de autoridades públicas.

Respecto a las EDE, se establece un régimen jurídico más apropiado en relación con los riesgos que su actividad puede generar potencialmente, siendo la novedad más sustancial la pérdida de la condición de la categoría de entidad de crédito, dado que no pueden aceptar depósitos del público ni otorgar créditos con los fondos recibidos del público. Quedan integradas, a partir de ahora, dentro del grupo de entidades financieras.

En cuanto a la creación de las EDE, se mantiene el esquema de la anterior normativa: autorización y registro por el Ministerio de Economía y Hacienda, previo informe del Banco de España y del Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias; requisitos para la constitución de la entidad; documentos que han de contener las solicitudes de creación, en especial, todos aquellos que hacen referencia a la idoneidad y honorabilidad de los cargos de administración y de los accionistas o socios que vayan a tener una participación significativa, a los mecanismos de buena gestión interna sana y prudente, a una estructura organizativa adecuada, así como a la existencia de procedimientos eficaces de identificación, gestión, control y comunicación de los riesgos a los que estén o puedan estar expuestos.

Se reduce el capital inicial mínimo a 350.000 euros desde el millón de euros anterior. Este se complementará con un volumen suficiente de recursos propios en relación con los indicadores de negocio, en los términos que reglamentariamente se establezcan. A estos efectos, los recursos propios computables se definirán de acuerdo con lo dispuesto, a los mismos efectos, para las entidades de crédito.

Por su parte, el Banco de España podrá exceptuar a las EDE integradas en un grupo consolidable de entidades de crédito del cumplimiento individual íntegro de las exigencias de recursos propios. Sobre la base de la evaluación de los procesos de gestión de riesgos y de los mecanismos de control interno, podrá exigir o permitir que la EDE posea una cifra de fondos propios hasta un 20 % superior o hasta un 20 % inferior.

Otro aspecto novedoso de la Ley es la posibilidad de que las EDE realicen otras actividades económicas, además de la emisión de dinero electrónico, que antes era su única actividad. Aquellas incluyen: la prestación de los servicios de pago definidos en la Ley 16/2009<sup>4</sup>; la concesión de créditos en relación con determinados servicios de pago siempre

---

4 Dichos servicios vienen detallados en el artículo 1, apartado 2, de la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, como son, entre otros: los servicios que permiten la retirada de efectivo de una cuenta de pago y todas las operaciones necesarias para la gestión de la propia cuenta de pago; la ejecución de operaciones de pago, incluida la transferencia de fondos; la emisión y adquisición de instrumentos de pago; el envío de dinero, etc.

que se cumplan ciertas condiciones, y con la limitación de que no se concedan con cargo a los fondos recibidos a cambio de dinero electrónico; la prestación de servicios operativos y servicios auxiliares estrechamente vinculados con la emisión de dinero electrónico o con la prestación de servicios de pago; la gestión de sistemas de pago, y, en general, cualesquiera otras actividades económicas distintas de la emisión de dinero electrónico, con arreglo a la legislación de la Unión Europea y nacional aplicable.

Se eliminan las limitaciones a las inversiones vigentes de la normativa anterior, si bien persiste la necesidad de salvaguardar de manera adecuada los fondos recibidos a cambio del dinero electrónico emitido, así como los recibidos para la prestación de servicios de pago no vinculados a la emisión de dinero electrónico. Se prevé para ello un régimen de garantías equivalente al de las entidades de pago, aunque limitado al procedimiento que exige, de un lado, una completa separación de dichos fondos respecto de cualesquiera otros que pueda disponer la entidad, y, de otro, su inversión en activos líquidos y de bajo riesgo o su depósito en una cuenta separada en una entidad de crédito. El procedimiento de salvaguarda de fondos mediante su cobertura por una póliza de seguros u otra garantía comparable solo podrá utilizarse mediando autorización expresa del Banco de España, a petición justificada de la entidad.

Por otro lado, la Ley introduce el régimen de participaciones significativas<sup>5</sup> en términos similares a lo regulado para las entidades de crédito. Así, la intención de efectuar dicha adquisición o su cesión exige la previa notificación al Banco de España. Esa misma obligación se hace extensible cuando las participaciones significativas sobrepasan o caen por debajo de ciertos umbrales (20 %, 30 %, 50 % o pasar a controlar la EDE o dejar de hacerlo).

Se regula la actividad transfronteriza de las EDE, a las que, de no estar sometidas a excepciones regulatorias<sup>6</sup>, se les otorga el «pasaporte comunitario», de modo que su actividad intracomunitaria se basa en el régimen de comunicaciones entre supervisores (análogo al de las entidades de crédito), manteniéndose el sistema de autorización previa cuando esta abarque a terceros países.

Se contempla la posibilidad de que las EDE deleguen en terceros la realización de determinadas actividades como la distribución y el reembolso de dinero electrónico o la prestación de funciones operativas. También se les permite que realicen, a través de agentes (es decir, personas físicas o jurídicas que actúen en su nombre), la distribución y reembolso de dinero electrónico, y, en su caso, la prestación de servicios de pago, pero de ningún modo podrán emitir dinero electrónico por intermediación de agentes.

Por otro lado, se otorgan al Banco de España las funciones de supervisión de las EDE: control e inspección, colaboración con autoridades comunitarias, ejercicio de competencias sobre el régimen de participaciones significativas de estas entidades, etc. Todo ello en línea con las facultades ya ejercidas por el Banco de España en relación con las entidades de crédito. El régimen sancionador aplicable a las mismas sigue, en lo fundamental, lo dispuesto en la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e in-

5 Se entiende por participación significativa aquella que alcance, de forma directa o indirecta, al menos un 10 % del capital social o de los derechos de voto. También tiene la consideración de participación significativa aquella que, sin llegar al porcentaje señalado, permita ejercer una influencia notable en la gestión de la entidad. Se presume que una persona física o jurídica puede ejercer dicha influencia notable si tiene la posibilidad de nombrar o destituir a algún miembro de su consejo de administración.

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

tervención de las entidades de crédito, con las adaptaciones que reglamentariamente se determinen.

En el ámbito del derecho transitorio, la Ley establece que las actuales EDE no requieren nueva autorización, si bien se exige, para poder continuar su actividad, que acrediten el cumplimiento de los requisitos necesarios para el desarrollo de esta actividad de acuerdo con las nuevas exigencias de esta Ley.

Finalmente, la norma modifica determinadas disposiciones legales —el Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, sobre adaptación del Derecho vigente en materia de entidades de crédito al de las Comunidades Europeas, y la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito— para adaptarlas a la pérdida de las EDE de su condición como entidad de crédito, así como el sometimiento de dichas entidades a la Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo.

La Ley entró en vigor el 28 de julio.

#### **Sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado: nuevos titulares de cuenta**

Se ha publicado la *Orden EHA/2288/2011, de 2 de agosto* (BOE del 18), por la que se modifica la Orden de 19 de mayo de 1987<sup>7</sup>, que desarrolla el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispone la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado.

El motivo de dicha modificación es prever el otorgamiento de la condición de titular de cuentas en la Central de Anotaciones de Deuda del Estado a los organismos públicos de la Administración General del Estado que no tenían esa condición<sup>8</sup>. De este modo, los organismos que tengan o deseen adquirir deuda del Estado pueden llevar a cabo las operaciones en el mercado de deuda pública sin tener que actuar a través de un intermediario o entidad financiera.

La participación en dicho mercado se desarrollará con sujeción a las normas de funcionamiento de dicho mercado y a las establecidas para la liquidación de efectivo en TARGET2-Banco de España.

La norma entró en vigor el 19 de agosto.

#### **Banco Central Europeo: modificación de la normativa sobre contabilidad y estadísticas monetarias**

Se han publicado el *Reglamento BCE/2011/12 del Banco Central Europeo, de 25 de agosto* (DOUE de 3 de septiembre), que modifica el Reglamento BCE/2008/32 del Banco Central Europeo, de 19 de diciembre, relativo al balance del sector de las instituciones financieras monetarias (IFM)<sup>9</sup>, y la *Orientación BCE/2011/13 del Banco Central Europeo, de 25 de agosto* (DOUE del 3 de septiembre), que modifica la Orientación BCE/2007/9 del Banco Central Europeo, de 1 de agosto, sobre las estadísticas monetarias y de instituciones y mercados financieros.

7 Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 1987», *Boletín Económico*, julio-agosto de 1987, Banco de España, pp. 46-48.

8 Hasta ahora, de la Administración General de Estado solo tenían reconocida dicha condición ella misma, actuando a través del Tesoro Público, y la Tesorería General de la Seguridad Social.

9 El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) requiere, para el cumplimiento de sus funciones, la elaboración del balance consolidado del sector de las IFM. El objetivo principal de este balance es proporcionar al BCE una visión estadística completa de la evolución monetaria en los Estados miembros participantes, que se consideran un único territorio económico.

El Reglamento introduce dos novedades. Por un lado, enumera las nuevas condiciones o criterios de determinación<sup>10</sup> que los fondos del mercado monetario (FMM)<sup>11</sup> deberán cumplir en su totalidad, algunos de los cuales ya se recogían en el Reglamento BCE/2008/32. Entre las nuevas condiciones, cabe reseñar las siguientes: 1) que persigan el objetivo de inversión de mantener el principal del fondo y de ofrecer una rentabilidad acorde a los tipos de interés de los instrumentos del mercado monetario; 2) que garanticen que los instrumentos del mercado monetario en los que inviertan son de elevada calidad crediticia<sup>12</sup>; 3) que garanticen que su cartera tiene un vencimiento medio ponderado no superior a seis meses y una vida media ponderada no superior a doce meses; 4) que limiten la inversión en valores a los que tengan un vencimiento residual hasta la fecha de amortización legal igual o inferior a dos años, siempre que el tiempo que reste hasta la próxima fecha de revisión del tipo de interés sea igual o inferior a 397 días, y 5) que no tengan exposición directa ni indirecta a la renta variable o las materias primas, ni por medio de derivados. Los derivados con exposición a divisas pueden utilizarse solo con fines de cobertura. Se permite la inversión en valores en monedas distintas de la moneda de base siempre que se cubra plenamente el riesgo cambiario.

Por otro, excluye del grupo de IFM a las EDE, al dejar de tener la condición de entidades de crédito<sup>13</sup>, pasando a clasificarse en la categoría de «otras IFM». Ello obliga a revisar determinadas disposiciones del Reglamento BCE/2008/32. Entre ellas, se suprime la exención de las obligaciones de información estadística de las EDE, que se concedía a las IFM de tamaño reducido, al dejar de pertenecer a esta categoría.

Por su parte, y en relación con el punto anterior, la Orientación BCE/2011/13 modifica el alcance, la frecuencia y los plazos de presentación de información de las EDE para garantizar la adecuada recopilación de estadísticas sobre dinero electrónico. Antes, los bancos centrales nacionales presentaban al BCE información estadística sobre el dinero electrónico emitido por las IFM que fueran emisoras de dinero electrónico (las entidades de crédito y las EDE), al menos, dos veces al año. Ahora, se mantiene esa misma obligación para las entidades de crédito, pero para las EDE se establece una frecuencia anual y sobre una lista de partidas estadísticas más reducida.

El Reglamento y la Orientación entraron en vigor el 23 de septiembre.

## El sistema de información sobre billetes en euros

Se ha publicado la *Orientación BCE/2011/9, de 30 de junio* (DOUE del 23 de agosto), que modifica la *Orientación BCE/2008/8, de 11 de septiembre*, sobre la recopilación de datos

10 Conforme a las directrices publicadas el 19 de mayo de 2010 por el Comité de Responsables Europeos de Reglamentación de Valores (CERV), predecesor de la Autoridad Europea de Valores y Mercados.

11 Los FMM se definen como instituciones de inversión colectiva cuyas participaciones son, en términos de liquidez, sustitutos próximos de los depósitos, y que invierten principalmente en instrumentos del mercado monetario o en participaciones en FMM o en otros instrumentos de deuda negociables con un vencimiento residual de hasta un año, o en depósitos bancarios, o en activos cuya rentabilidad es similar a los tipos de interés de los instrumentos del mercado monetario.

12 El instrumento del mercado monetario se considerará de elevada calidad crediticia si cada una de las agencias de calificación crediticia reconocidas que lo ha calificado le ha concedido una de las dos calificaciones crediticias a corto plazo más altas disponibles, o, en caso de que el instrumento no esté calificado, si tiene una calidad equivalente establecida por el proceso de calificación interno de la sociedad gestora.

13 La Directiva 2009/110/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre, sobre el acceso a la actividad de las entidades de dinero electrónico y su ejercicio, así como sobre la supervisión prudencial de dichas entidades, por la que se modifican las directivas 2005/60/CE y 2006/48/CE y se deroga la Directiva 2000/46/CE, excluyó a las EDE del grupo de entidades de crédito, ya que no pueden aceptar depósitos del público ni otorgar créditos con los fondos recibidos del público, quedando integradas dentro de la categoría de entidades financieras. Véase el epígrafe 2 de este artículo en relación con las EDE.

relativos al euro y sobre el funcionamiento del Sistema de Información sobre la Moneda 2<sup>14</sup>.

El Consejo de Gobierno aprobó el 12 de mayo de 2010 mecanismos de información diaria que son complementarios a los de información mensual y semestral previstos en la Orientación BCE/2008/8, por lo que resulta necesario incluirlos en el texto de la norma.

El BCE activará la transmisión diaria de datos (recopilación de datos sobre billetes en euros transmitidos diariamente) en cualquiera de los siguientes casos: 1) si más de un banco central nacional (BCN) informa al BCE de una evolución inhabitual del ciclo del efectivo y si es probable que al menos uno de estos BCN solicite una transferencia especial de billetes en euros en grandes cantidades; 2) si los datos transmitidos mensualmente indican que la emisión bruta de billetes en euros a nivel del Eurosistema excede ciertos umbrales aprobados por el Consejo de Gobierno, y 3) si el Comité de Billetes justifica la activación.

Por razones de prueba para situaciones imprevistas, y sin perjuicio de lo anterior, la transmisión diaria de datos se activará todos los años en junio por un período de un mes.

Una vez activada esta exigencia, los BCN transmitirán diariamente al BCE los datos sobre billetes en euros, es decir, las partidas sobre billetes en euros que se especifican en el anejo VII de la Orientación.

La Orientación entró vigor el 2 de julio.

#### Directiva relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos

Se ha publicado la *Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio* (DOUE del 1 de julio), relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos<sup>15</sup>, por la que se modifican las directivas 2003/41/CE, de 3 de junio, y 2009/65/CE, de 13 de julio, y los reglamentos 1060/2009, de 16 de septiembre, y 1095/2010, de 24 de noviembre.

La Directiva establece las normas aplicables en lo que se refiere a la autorización, el ejercicio de la actividad y la transparencia de los GFIA que gestionen y/o comercialicen fondos de inversión alternativos (FIA) en la Unión Europea (UE).

Su objetivo es el establecimiento de un mercado interior para los GFIA con un marco armonizado y riguroso de regulación y supervisión de sus actividades en la UE, tanto los que tienen su domicilio social en un Estado miembro como los que lo tienen en un tercer país.

#### OBJETIVO Y ÁMBITO DE APLICACIÓN

Su ámbito de aplicación son: a) los GFIA de la UE que gestionen uno o varios FIA dentro o fuera de la UE; b) los GFIA de fuera de la UE que gestionen uno o varios FIA de la UE, y

14 La Decisión BCE/2010/14, de 16 de septiembre de 2010, sobre la comprobación de la autenticidad y aptitud de los billetes en euros y sobre su recirculación, sustituyó desde el 1 de enero de 2011 al Marco para la detección de billetes falsos y la selección de billetes aptos para la circulación por parte de las entidades de crédito y otras entidades que participan a título profesional en el manejo de efectivo. La Decisión BCE/2010/14 obliga a las entidades que manejan efectivo a presentar datos estadísticos a sus bancos centrales nacionales (BCN) antes del 1 de enero de 2012. Los BCN deberán facilitar al BCE los datos estadísticos agregados a los que se refiere la Orientación BCE/2008/8, de 11 de septiembre de 2008, sobre la recopilación de datos relativos al euro y sobre el funcionamiento del Sistema de Información sobre la Moneda 2.

15 Los fondos de inversión alternativos (FIA o *hedge funds*) fueron incorporados en nuestro ordenamiento jurídico con la denominación de «fondos de inversión libre», regulados por la Ley 35/2003, desarrollada a su vez por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.



c) los GFIA de fuera de la UE que comercialicen FIA en la UE, con independencia de que tales FIA sean o no de la UE.

La Directiva no se aplicará a los GFIA cuyos únicos inversores sean ellos mismos o la empresa matriz o sus filiales u otras filiales de dicha empresa matriz, siempre que ninguno de los inversores sea a su vez un FIA.

Se establece un régimen más favorable para los GFIA cuando el valor agregado de los FIA gestionados sea inferior a un umbral de 100 millones de euros, o inferior a 500 millones de euros con la condición de que gestionen exclusivamente FIA no apalancados<sup>16</sup> y no concedan a los inversores derechos de reembolso durante un período de cinco años desde la fecha de inversión inicial.

#### AUTORIZACIÓN DE LOS GFIA

La Directiva detalla las condiciones para la autorización de los GFIA. Entre otras, la información de la identidad de las personas que dirigen las actividades del GFIA, y de los socios o miembros del GFIA que posean participaciones cualificadas, que deberán de contar con la honorabilidad y experiencia suficiente; un programa de actividades en el que se exponga su estructura organizativa, y un detalle sobre las políticas y prácticas remunerativas.

La autorización será válida en todos los Estados miembros. A su vez, las autoridades competentes informarán a la Autoridad Europea de Supervisión de Valores y Mercados (AEVM)<sup>17</sup> con periodicidad trimestral de las autorizaciones concedidas o rechazadas. La AEVM llevará un registro público central en el que se identifique cada GFIA autorizado, y confeccionará una lista de los FIA gestionados y/o comercializados en la UE por dichos GFIA, así como de la autoridad competente para cada uno de esos GFIA.

En función de su forma jurídica, los FIA pueden estar gestionados externa o internamente. En el primer caso, el gestor externo deberá ser un GFIA, que será el responsable de garantizar el cumplimiento de la Directiva. Si la forma jurídica del FIA permite una gestión interna y el órgano de gobierno del FIA decide no designar a un GFIA externo, el FIA deberá cumplir todos los requisitos establecidos en la Directiva para los GFIA. No obstante, dicho FIA no estará autorizado para desempeñar funciones de gestor externo de ningún otro FIA.

#### CAPITAL INICIAL Y FONDOS PROPIOS

Los Estados miembros exigirán un capital inicial mínimo de 300.000 euros a los GFIA que gestionan FIA internamente. Cuando los GFIA sean designados como gestor externo de uno o varios FIA, dichos GFIA deberán contar con un capital inicial de 125.000 euros.

En el caso de que el valor de las carteras de los FIA gestionados por el GFIA exceda de 250 millones de euros, este deberá aportar fondos propios adicionales, equivalentes al 0,02 % del importe que exceda de esa cantidad con un límite máximo de 10 millones de euros. Los Estados miembros pueden autorizar a que aporten hasta un 50 % de esa cuantía adicional cuando gocen de una garantía de una entidad de crédito o una empresa de seguros por la parte restante.

#### CONDICIONES DE EJERCICIO DE LA ACTIVIDAD DE LOS GFIA

Los GFIA deberán llevar a cabo, como mínimo, la función de gestión de inversiones de un FIA, que incluye la gestión de carteras y la de riesgos, estableciéndose ciertos límites. Así,

<sup>16</sup> La Directiva define el apalancamiento como cualquier método a través del cual el GFIA aumente la exposición al riesgo de un FIA que gestione, ya sea tomando en préstamo efectivo o valores, ya sea a través del apalancamiento implícito en las posiciones en derivados, o por cualquier otro medio.

<sup>17</sup> La AEVM fue creada mediante el Reglamento 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre.

los GFIA no pueden, en ningún caso, prestar los servicios de gestión de cartera sin prestar, al mismo tiempo, los servicios de gestión de riesgo, o viceversa. Sin embargo, no se impide que lleven a cabo actividades de administración y comercialización de FIA o actividades relacionadas con los activos de los FIA. También se les permite que presten: servicios de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión, con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores, incluidas las carteras pertenecientes a fondos de pensiones o a fondos de pensiones de empleo; servicios no esenciales de asesoramiento en materia de inversión, y servicios de custodia y administración de participaciones de organismos de inversión colectiva y de recepción y transmisión de órdenes.

Por otro lado, se detallan, de manera exhaustiva, una serie de requisitos operativos para el adecuado desarrollo de su actividad. En concreto, los GFIA tienen la obligación de establecer y mantener políticas y prácticas remunerativas adecuadas a una gestión eficaz y responsable del riesgo; sobre todo, respecto de las categorías de empleados cuyas actividades profesionales tengan una incidencia significativa en el perfil de riesgo del FIA que gestionan. Dichas categorías de empleados deberán incluir, al menos, a los altos directivos, al personal que asume riesgos y al que ejerce las funciones de control, así como a cualquier empleado que reciba una remuneración global que lo incluya en el mismo baremo salarial que los de los altos directivos y el personal que asume riesgos.

Por otro lado, deberán mantener y aplicar dispositivos administrativos y de organización eficaces con vistas a adoptar todas las medidas destinadas a detectar, impedir, gestionar y controlar los conflictos de intereses, a fin de evitar que perjudiquen a los intereses de los FIA y sus inversores. Además, instaurarán sistemas de gestión del riesgo apropiados, a fin de determinar, medir, gestionar y controlar todos los riesgos pertinentes de la estrategia de inversión de cada FIA y a los que esté o pueda estar expuesto cada FIA. Revisarán dichos sistemas con una frecuencia suficiente —y, como mínimo, una vez al año—, y los adaptarán cuando sea necesario.

Respecto de cada FIA que gestionen, con exclusión de los fondos cerrados y no apalancados, los GFIA utilizarán un sistema adecuado de gestión de la liquidez y adoptarán procedimientos que le permitan controlar el riesgo de liquidez del FIA y garantizar que el perfil de liquidez de las inversiones del FIA esté en consonancia con sus obligaciones subyacentes.

Finalmente, los GFIA se asegurarán de que se establezcan procedimientos adecuados y coherentes que permitan una valoración correcta e independiente de los activos de cada uno de los FIA que gestionen. Las normas aplicables a la valoración de los activos y al cálculo del valor liquidativo de cada participación en el FIA serán las previstas en la legislación del país en que este tenga su domicilio social y en el reglamento o los documentos constitutivos del FIA. El proceso de valoración de los activos y del cálculo del valor liquidativo debe ser independiente de la gestión de la cartera y de la política de remuneración de los GFIA, y de otras medidas como las orientadas a evitar los conflictos de intereses. Con arreglo a determinadas condiciones, los GFIA podrán nombrar un valorador externo para que realice dicha función.

DELEGACIÓN DE LAS  
FUNCIONES DE LOS GFIA

Los GFIA podrán delegar en terceros el ejercicio de una o varias de sus funciones, para lo que deberán informar a las autoridades competentes de sus Estados miembros de origen. El delegado habrá de disponer de recursos suficientes para desempeñar las funciones respectivas, y las personas que lleven realmente a cabo la actividad deberán gozar de la honorabilidad y la experiencia suficientes.

Si la delegación se refiere a la gestión de carteras o a la gestión del riesgo, solo podrá otorgarse a empresas que estén autorizadas para gestionar activos o que hayan sido registradas con dicha finalidad y que estén sujetas a supervisión prudencial. Cuando no sea posible cumplir esta condición, solo podrá realizarse con la aprobación previa de las autoridades competentes del Estado miembro de origen del GFIA.

#### EL DEPOSITARIO

La Directiva exige la designación de un único depositario para cada FIA, distinto de los GFIA. El depositario debe tener su domicilio social o una sucursal en el mismo país que el FIA. Los FIA de fuera de la UE pueden tener un depositario establecido en el tercer país solo en caso de que se cumplan determinadas condiciones adicionales.

El depositario podrá ser una entidad de crédito, una empresa de servicios de inversión o una entidad que esté sujeta a una regulación prudencial y a supervisión permanente<sup>18</sup>.

Entre sus funciones, se encargará de garantizar, en general, que los flujos de tesorería del FIA estén debidamente controlados, y de asegurar, en particular, que todos los pagos efectuados por los inversores o en su nombre en el momento de la suscripción de participaciones en un FIA se hayan recibido y que todo el efectivo del FIA se haya consignado debidamente. También será responsable de la custodia de los activos del FIA, o, en su caso, de los GFIA cuando actúen por cuenta del FIA.

La custodia de activos puede delegarse en terceros que, a su vez, pueden delegar esta función. No obstante, tanto la delegación como la subdelegación deben poder estar objetivamente justificadas y atenerse a requisitos estrictos sobre la idoneidad del tercero al que se confíe tal función, y sobre la competencia, el esmero y la diligencia que el depositario debe demostrar a la hora de seleccionar, nombrar y supervisar al tercero en cuestión.

#### REQUISITOS DE TRANSPARENCIA

Los GFIA elaborarán, para cada uno de los FIA de la UE que gestionen y por cada uno de los FIA que comercialicen en la UE, un informe anual por ejercicio que deberá estar disponible antes de seis meses desde el cierre del ejercicio. El informe anual se facilitará a los inversores que lo soliciten, así como a las autoridades competentes del Estado miembro de origen de los GFIA y, en su caso, del Estado miembro de origen del FIA.

Asimismo, los GFIA pondrán a disposición de los inversores, antes de invertir en el FIA, los documentos de constitución del FIA, así como determinada información que se recoge detalladamente en la Directiva. Periódicamente comunicarán otro tipo de información, como: el porcentaje de los activos del FIA que es objeto de medidas especiales motivadas por su iliquidez; cualesquiera nuevas medidas para gestionar la liquidez del FIA; el perfil de riesgo corriente del FIA y los sistemas de gestión de riesgos utilizados por el GFIA para gestionar tales riesgos, y los niveles y cambios de apalancamiento, en el caso de que sean FIA apalancados.

Por otro lado, se establecen una serie de obligaciones de información de los GFIA a las autoridades competentes de su Estado miembro de origen; entre ellas, facilitarán información sobre los principales mercados e instrumentos en los que negocien por cuenta de los FIA que gestionen y/o comercialicen.

<sup>18</sup> En los términos previstos por la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios.

OBLIGACIONES DE LOS GFIA  
PARA TIPOS ESPECÍFICOS  
DE FIA

Otros aspectos reseñables de la Directiva son las obligaciones de los GFIA que gestionan tipos específicos de FIA. En concreto, para los *FIA apalancados* se les imponen requisitos especiales de información en relación con el nivel general de apalancamiento utilizado, que deberá ser recopilada por las autoridades competentes de su Estado miembro de origen y compartida con otras autoridades de la UE, con la AEVM y con la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS). Asimismo, las autoridades competentes del Estado miembro de origen de los GFIA deberán imponer límites al nivel de apalancamiento que estos puedan utilizar en un FIA en los casos en que la estabilidad y la integridad del sistema financiero puedan verse amenazadas.

Por otro lado, se establecen una serie de obligaciones de los GFIA que gestionen FIA que adquieran el *control de sociedades no cotizadas y de emisores*<sup>19</sup>. Entre ellas, deberán notificar a las autoridades competentes de su Estado miembro de origen el porcentaje de los derechos de voto de la sociedad no cotizada que tenga el FIA, en cualquier momento en que dicho porcentaje alcance, exceda o se sitúe por debajo de los umbrales del 10 %, 20 %, 30 %, 50 % y 75 %. Además, se introducen una serie de disposiciones específicas relativas al informe anual de los FIA que ejerzan el control de sociedades no cotizadas.

OTROS ASPECTOS  
DE LA DIRECTIVA

Se recogen las condiciones para el ejercicio de la actividad transfronteriza de los GFIA. En concreto, para la comercialización de participaciones de FIA de la UE en Estados miembros distintos del Estado miembro de origen de los GFIA; las aplicables a los GFIA de la UE que gestionen FIA de fuera de la UE no comercializados en los Estados miembros, y las condiciones para la gestión de FIA establecidos en los Estados miembros por GFIA de fuera de la UE, entre otros supuestos.

Los Estados miembros pueden permitir la comercialización entre inversores particulares de su territorio de todos o algunos tipos de FIA gestionados por GFIA. Los Estados miembros deben poder imponer en tales casos a los FIA y a los GFIA requisitos más estrictos que los establecidos para los FIA comercializados entre inversores profesionales en su territorio, independientemente de que se trate de FIA comercializados en el plano nacional o en el transfronterizo. En caso de que un Estado miembro permita la comercialización de FIA entre inversores particulares en su territorio, esta posibilidad deberá estar abierta con independencia del Estado miembro en el que esté establecido el GFIA que gestiona el FIA, y los Estados miembros no podrán imponer requisitos más estrictos o adicionales a los FIA de la UE establecidos en otro Estado miembro y comercializados en el plano transfronterizo que a los FIA comercializados en el plano nacional.

Los Estados miembros dispondrán las sanciones aplicables en caso de infracciones por incumplimiento de lo dispuesto en la Directiva, que deberán ser efectivas, proporcionadas y disuasorias.

La Directiva entró en vigor el 21 de julio y será aplicable a partir del 22 de julio de 2013, fecha límite para que los Estados miembros la incorporen en sus ordenamientos jurídicos.

**Apoyo a los deudores hipotecarios, control del gasto público, cancelación de deudas contraídas por las Entidades Locales y otras medidas**

Se ha publicado el *Real Decreto Ley 8/2011, de 1 de julio* (BOE del 7), de medidas de apoyo a los deudores hipotecarios, de control del gasto público y cancelación de deudas con empresas y autónomos contraídas por las Entidades Locales, de fomento de la actividad empresarial e impulso de la rehabilitación y de simplificación administrativa.

<sup>19</sup> A efectos de la Directiva, el control de una sociedad no cotizada se alcanza cuando se dispone de más del 50 % de los derechos de voto de la sociedad.

A continuación se detallan sucintamente las medidas más relevantes de esta norma.

#### APOYO A LOS DEUDORES HIPOTECARIOS

Se incrementa el umbral de inembargabilidad cuando el precio obtenido por la venta de la vivienda habitual hipotecada en un procedimiento de ejecución hipotecaria sea insuficiente para cubrir el crédito garantizado. Anteriormente, el mínimo inembargable era equivalente al salario mínimo interprofesional (SMI). A partir de ahora, se eleva hasta el 150 % del SMI y un 30 % adicional por cada miembro del núcleo familiar<sup>20</sup> que no perciba ingresos superiores al SMI.

Se eleva del 50 % al 60 % del valor de tasación del inmueble el importe por el que el acreedor puede pedir la adjudicación del mismo si en el acto de la subasta no hubiera ningún postor, independientemente de la cuantía de la deuda total.

Además, se reduce del 30 % al 20 % el depósito exigido a los postores para participar en una subasta a fin de facilitar la presencia de los mismos y la mejor adjudicación de los bienes hipotecados.

#### CONTROL DEL GASTO PÚBLICO Y CANCELACIÓN DE DEUDAS CONTRAÍDAS POR LAS ENTIDADES LOCALES

Se introducen ciertas medidas de carácter financiero y de control del gasto. Así, se limita el crecimiento del gasto de determinadas administraciones públicas, que no podrán superar la tasa de crecimiento de referencia de la economía española. Esta regla de gasto se aplicará a la Administración General del Estado y a sus organismos, y a las Entidades Locales que participan en la cesión de impuestos estatales. A las restantes Entidades Locales les seguirá siendo de aplicación la regla de equilibrio o superávit prevista en la actual normativa de estabilidad presupuestaria<sup>21</sup>. Esta medida se complementa con el objetivo de estabilidad presupuestaria a lo largo del ciclo económico, de forma que el crecimiento del gasto computable<sup>22</sup> no podrá superar la tasa de crecimiento a medio plazo de referencia de la economía española<sup>23</sup>.

Por otro lado, se regula una línea de crédito para la cancelación de deudas de las Entidades Locales con empresas y autónomos, derivadas de la adquisición de suministros, realización de obras y prestación de servicios. De este modo, con carácter excepcional, las Entidades Locales podrán concertar operaciones de crédito, con los límites, condiciones y requisitos que se establecen en el Real Decreto Ley. A tales efectos, la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos instruirá al ICO para la puesta en marcha de la correspondiente línea financiera.

Las Entidades Locales deberán solicitar al ICO, antes del 1 de diciembre de 2011, la aceptación para concertar operaciones de endeudamiento. Obtenida la misma, las Entidades Locales podrán formalizar con las entidades de crédito colaboradoras las operaciones financieras correspondientes. Estas actuarán, por cuenta del ICO, para satisfacer directamente a los proveedores las deudas pendientes de pago.

20 Se entiende por núcleo familia, el cónyuge o pareja de hecho y los ascendientes y descendientes de primer grado que convivan con el ejecutado.

21 Véase el Real Decreto Legislativo 2/2007, de 28 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General de Estabilidad Presupuestaria, y el texto refundido de la Ley Reguladora de las Haciendas Locales, aprobado por el Real Decreto Legislativo 2/2004, de 5 de marzo.

22 Se entiende por gasto computable los empleos no financieros definidos en términos del Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales, excluidos los intereses de la deuda y el gasto no discrecional en prestaciones por desempleo.

23 La tasa de crecimiento a medio plazo de referencia de la economía española se define como el crecimiento medio del PIB, expresado en términos nominales, durante nueve años.

**MODIFICACIÓN DEL SENTIDO DEL SILENCIO EN DETERMINADOS PROCEDIMIENTOS ADMINISTRATIVOS EN EL ÁMBITO FINANCIERO**

**CUADRO 2**

Procedimiento	Norma	Artículo	Resolución
Fusión, absorción, escisiones cooperativas de crédito.	Ley 13/1989, de 26 de mayo, de Cooperativas de Crédito.	Artículo 1 de la Ley 13/1989, de 26 de mayo.	6 meses.
Fusión, absorción, escisión sociedades de garantía recíproca.	Ley 1/1994, de 11 de marzo, sobre Régimen Jurídico de las Sociedades de Garantía Recíproca.	Artículo 5 de la Ley 1/1994, de 11 de marzo.	6 meses.
Fusión, escisión, absorción de empresas de servicios de inversión.	Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.	Artículo 7 de la Ley 24/1988, de 28 de julio.	3 meses.
Autorización para la fusión y escisión de gestoras de fondos de pensiones.	Texto refundido de la Ley de regulación de los planes y fondos de pensiones, aprobado por el RDLE 1/2002, de 29 de noviembre.	Artículo 20.7 del Texto refundido.	3 meses.
Comunicación de sustitución de entidad gestora o depositaria de fondos de pensiones.	Texto refundido de la Ley de regulación de los planes y fondos de pensiones, aprobado por el RDLE 1/2002, de 29 de noviembre.	Artículo 11.5 y DA 2.ª del Texto refundido.	3 meses.
Modificación de datos registrales de entidades depositarias de fondos de pensiones.	Texto refundido de la Ley de regulación de los planes y fondos de pensiones, aprobado por el RDLE 1/2002, de 29 de noviembre.	Disposición Adicional 2.ª del Texto refundido Orden EHA/407/2008, de 7 de febrero.	3 meses.
Modificación de datos registrales de entidades gestoras de fondos de pensiones.	Texto refundido de la Ley de regulación de los planes y fondos de pensiones, aprobado por el RDLE 1/2002, de 29 de noviembre. Reglamento de desarrollo aprobado por RD 304/2004, de 20 de febrero.	Disposición Adicional 2.ª del Texto refundido Orden EHA/407/2008, de 7 de febrero.	3 meses.
Modificación de datos registrales de fondos de pensiones.	Texto refundido de la Ley de regulación de los planes y fondos de pensiones, aprobado por el RDLE 1/2002, de 29 de noviembre.	Artículo 11.5 y DA 2.ª del Texto refundido.	3 meses.
Revocación de autorización de fondos de pensiones.	Texto refundido de la Ley de regulación de los planes y fondos de pensiones, aprobado por el RDLE 1/2002, de 29 de noviembre. Reglamento de desarrollo aprobado por RD 304/2004, de 20 de febrero.	Disposición Adicional 2.ª del Texto refundido	3 meses.
Solicitud de autorización e inscripción como entidad gestora de fondos de pensiones para una entidad aseguradora.	Texto refundido de la Ley de regulación de los planes y fondos de pensiones, aprobado por el RDLE 1/2002, de 29 de noviembre.	Artículo 20.2 del Texto refundido.	3 meses.
Solicitud de autorización e inscripción de entidad depositaria de fondos de pensiones.	Texto refundido de la Ley de regulación de los planes y fondos de pensiones, aprobado por el RDLE 1/2002, de 29 de noviembre.	Artículo 2 del Texto refundido.	3 meses.
Solicitud de autorización e inscripción de entidad gestora de fondos de pensiones pura.	Texto refundido de la Ley de regulación de los planes y fondos de pensiones, aprobado por el RDLE 1/2002, de 29 de noviembre.	Artículo 2 del Texto refundido.	3 meses.
Solicitud de autorización e inscripción de fondos de pensiones.	Texto refundido de la Ley de regulación de los planes y fondos de pensiones, aprobado por el RDLE 1/2002, de 29 de noviembre.	Artículo 1 y 11 bis Texto refundido.	3 meses.
Autorización a entidades para prestar servicios de certificación.	Ley 30/1992, de 26 de noviembre. Orden HAC/1181/2003, de 12 de mayo.	Disposición Adicional 5.1.	6 meses.
Conversión de cooperativas de crédito en otra clase de cooperativas.	Real Decreto 84/1993, de 22 de enero, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 13/1989, de 26 de mayo, de Cooperativas de Crédito.	Artículos 31 y 36 del RD 84/1993, de 22 de enero.	6 meses.
Modificación programa actividades empresas de servicios de inversión.	Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión.	Artículos 11 y 12 del RD 217/2008, de 15 de febrero.	3 meses.
Modificación estatutos sociedad gestora de fondos de titulización.	Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulización.	Artículos 13 y 17 del RD 926/1998, de 14 de mayo.	3 meses.
Creación sociedad gestora de fondos de titulización.	Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulización.	Artículo 13.2 del RD 926/1998, de 14 de mayo.	3 meses.

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

El plazo de cancelación de las operaciones de endeudamiento no podrá ser superior a tres años, ni estas podrán concertarse con períodos de carencia. La línea financiera quedará cerrada el 31 de diciembre de 2014.

#### OTRAS MEDIDAS

Se amplían los procedimientos administrativos con silencio negativo que pasa a positivo<sup>24</sup>. En el cuadro 2 se señalan los que se han visto afectados por la norma en el ámbito financiero.

Se adoptan ciertas medidas de impulso de la actividad empresarial. Entre ellas, cabe reseñar la modificación del IRPF para declarar exentas<sup>25</sup> las ganancias patrimoniales obtenidas en la transmisión de las acciones o participaciones derivadas de inversiones de particulares en proyectos impulsados por emprendedores, favoreciendo la creación de empresas que permitan avanzar en el cambio de modelo productivo y la generación de empleo.

Por último, se introducen otro tipo de medidas, como las dirigidas al fomento de las actuaciones de rehabilitación inmobiliaria, de simplificación administrativa, de responsabilidad medioambiental, etc.

El Real Decreto Ley entró en vigor el 7 de julio.

4.10.2011.

---

24 El silencio positivo tiene lugar cuando, ante la falta de una decisión administrativa expresa, la ley sustituye por sí misma esa voluntad, presumiendo que, a ciertos efectos, se ha producido con un contenido estimatorio, esto es, concediendo lo solicitado por el peticionario.

25 Dicha exención se somete a un conjunto de requisitos: en concreto, la inversión deberá efectuarse directamente por la persona física mediante la suscripción de acciones o participaciones en entidades de nueva o reciente creación que desarrollen una actividad económica. Y la exención de la ganancia patrimonial resultará de aplicación respecto de las ganancias patrimoniales obtenidas por la transmisión de las acciones o participaciones cuyo valor de adquisición no exceda para el conjunto de entidades en las que invierta de 25.000 euros anuales, ni de 75.000 euros por entidad durante los tres años posteriores a su constitución, y el tiempo de permanencia de los valores en el patrimonio del contribuyente sea superior a tres e inferior a diez años.

## INDICADORES ECONÓMICOS

### NOVEDADES

#### **Modificación del indicador 8.1 relativo al balance del Eurosistema (8.1.a) y al balance del Banco de España (8.1.b)**

Se ha modificado el indicador en las columnas 12 y 27, que recogen – entre otros saldos – las operaciones relacionadas con el Programa para los Mercados de Valores del Eurosistema, para incluir, adicionalmente, las operaciones de drenaje que neutralizan el efecto sobre la liquidez de las compras llevadas a cabo al amparo del referido programa. Tales operaciones de drenaje figuraban anteriormente, junto a otras operaciones de ajuste, en las columnas 4 y 17, bajo el epígrafe “Operaciones de ajuste (neto)”, de las que ahora se excluyen. Este cambio supone además la modificación de las correspondientes series de totales (columnas 1, 8, 14 y 23).

Con estos cambios los balances simplificados del Eurosistema y del Banco de España que se presentan en este indicador reflejan en una misma y única partida el efecto conjunto de las compras en el Programa para los Mercados de Valores y las consiguientes operaciones de drenaje semanal, que se realizan con el fin de esterilizar el efecto sobre la liquidez de dicho programa.



## ÍNDICE

Estos indicadores económicos están permanentemente actualizados en la página del Banco de España en la Red (<http://www.bde.es/webbde/es>). La fecha de actualización de los indicadores que tienen como fuente el Banco de España [los señalados con (BE) en este índice] se publica en un calendario que se difunde en el área de Estadísticas (<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/caldif.html>).

### PRINCIPALES MACROMAGNITUDES

- 1.1 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100. Componentes de la demanda. España y zona del euro 7\*
- 1.2 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100. Componentes de la demanda. España: detalle 8\*
- 1.3 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100. Ramas de actividad. España 9\*
- 1.4 PIB. Deflatores implícitos. España 10\*

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

- 2.1 PIB a precios constantes. Comparación internacional 11\*
- 2.2 Tasas de paro. Comparación internacional 12\*
- 2.3 Precios de consumo. Comparación internacional 13\*
- 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 14\*
- 2.5 Tipos de intervención de los bancos centrales y tipos de interés a corto plazo en mercados nacionales 15\*
- 2.6 Rendimientos de la deuda pública a diez años en mercados nacionales 16\*
- 2.7 Mercados internacionales. Índice de precios de materias primas no energéticas. Precios del petróleo y del oro 17\*

### Demanda nacional y actividad

- 3.1 Indicadores de consumo privado. España y zona del euro 18\*
- 3.2 Encuesta de inversiones en la industria (excepto construcción). España 19\*
- 3.3 Construcción. Indicadores de obras iniciadas y consumo de cemento. España 20\*
- 3.4 Índice de producción industrial. España y zona del euro 21\*
- 3.5 Encuesta de coyuntura industrial: industria y construcción. España y zona del euro 22\*
- 3.6 Encuesta de coyuntura industrial: utilización de la capacidad productiva. España y zona del euro 23\*
- 3.7 Diversas estadísticas de turismo y transporte. España 24\*

### MERCADO DE TRABAJO

- 4.1 Población activa. España 25\*
- 4.2 Ocupados y asalariados. España y zona del euro 26\*
- 4.3 Empleo por ramas de actividad. España 27\*
- 4.4 Asalariados por tipo de contrato y parados por duración. España 28\*
- 4.5 Paro registrado por ramas de actividad. Contratos y colocaciones. España 29\*
- 4.6 Convenios colectivos. España 30\*
- 4.7 Encuesta trimestral de coste laboral 31\*
- 4.8 Costes laborales unitarios. España y zona del euro 32\*

PRECIOS	5.1	Índice de precios de consumo. España. Base 2006=100	33*
	5.2	Índice armonizado de precios de consumo. España y zona del euro. Base 2005=100	34*
	5.3	Índice de precios industriales. España y zona del euro. Base 2005=100	35*
	5.4	Índices del valor unitario del comercio exterior de España	36*
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS	6.1	Estado. Recursos y empleos según Contabilidad Nacional. España	37*
	6.2	Estado. Operaciones financieras. España <sup>1</sup>	38*
	6.3	Estado. Pasivos en circulación. España <sup>1</sup>	39*
BALANZA DE PAGOS, COMERCIO EXTERIOR Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL	7.1	Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen y detalle de la cuenta corriente <sup>1</sup> (BE)	40*
	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)	41*
	7.3	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Exportaciones y expediciones	42*
	7.4	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Importaciones e introducciones	43*
	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	44*
	7.6	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen <sup>1</sup> (BE)	45*
	7.7	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de inversiones <sup>1</sup> (BE)	46*
	7.8	Activos de reserva de España <sup>1</sup> (BE)	47*
	7.9	Deuda externa de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen <sup>1</sup> (BE)	48*
	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)
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)	50*
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)	51*
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)	52*
8.5		Financiación a los sectores no financieros, residentes en España (BE)	53*
8.6		Financiación a las sociedades no financieras, residentes en España (BE)	54*
8.7		Financiación a los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	55*
8.8		Financiación bruta a las Administraciones Públicas, residentes en España (BE)	56*
8.9		Crédito de entidades de crédito a otros sectores residentes. Detalle por finalidades (BE)	57*
8.10		Cuenta de resultados de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, residentes en España (BE)	58*

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

TIPOS DE INTERÉS E ÍNDICES  
DE COMPETITIVIDAD

- 8.11 Fondos de inversión en valores mobiliarios, residentes en España: detalle por vocación 59\*
- 8.12 Índices de cotización de acciones y contratación de mercados. España y zona del euro 60\*
  
- 9.1 Tipos de interés: Eurosistema y mercado de dinero. Zona del euro y segmento español (BE) 61\*
- 9.2 Tipos de interés: mercados de valores españoles a corto y a largo plazo<sup>1</sup> (BE) 62\*
- 9.3 Tipos de interés de nuevas operaciones. Entidades de crédito. (CBE 4/2002)<sup>1</sup> (BE) 63\*
- 9.4 Índices de competitividad de España frente a la UE 27 y a la zona del euro 64\*
- 9.5 Índices de competitividad de España frente a los países desarrollados y a los países industrializados 65\*

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

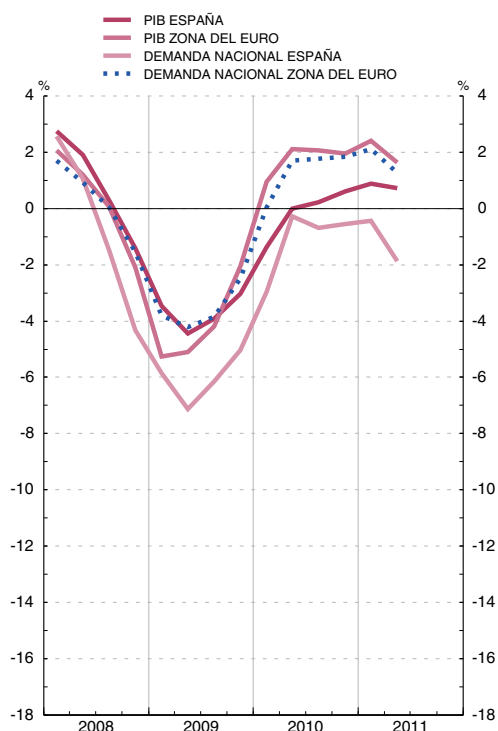
**1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)**

■ Serie representada gráficamente.

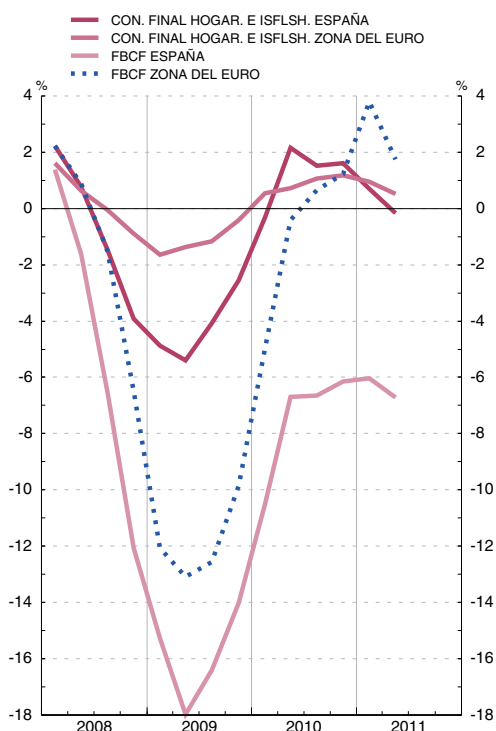
Tasas de variación interanual

		PIB		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH		Consumo final de las AAPP		Formación bruta de capital fijo		Demanda nacional		Exportaciones de bienes y servicios		Importaciones de bienes y servicios		Pro memoria: PIB pm precios corrientes (g)	
		España	Zona del euro	España	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
<b>08</b>	P	0,9	0,3	-0,6	0,3	5,8	2,4	-4,8	-1,2	-0,5	0,3	-1,1	0,9	-5,3	0,8	1 088	9 243
<b>09</b>	P	-3,7	-4,2	-4,2	-1,2	3,2	2,6	-16,0	-11,9	-6,0	-3,6	-11,6	-12,7	-17,8	-11,5	1 054	8 938
<b>10</b>	P	-0,1	1,8	1,2	0,9	-0,7	0,4	-7,6	-0,9	-1,1	1,3	10,3	10,1	5,4	9,2	1 063	9 168
<b>08</b>	///	0,3	0,1	-1,5	-0,1	6,0	2,5	-6,5	-1,5	-1,5	0,0	-3,4	0,7	-8,2	0,6	273	2 317
<b>08</b>	///	-1,4	-2,1	-3,9	-0,9	6,4	2,6	-12,1	-6,5	-4,3	-1,6	-7,8	-6,1	-15,6	-4,9	270	2 286
<b>09</b>	I	-3,5	-5,3	-4,9	-1,6	5,9	2,8	-15,3	-12,1	-5,8	-3,8	-16,5	-16,1	-21,5	-12,9	266	2 229
<b>09</b>	II	-4,4	-5,1	-5,4	-1,4	4,4	2,7	-18,0	-13,1	-7,1	-4,2	-15,8	-16,3	-22,2	-14,5	263	2 225
<b>09</b>	III	-3,9	-4,2	-4,1	-1,2	2,7	2,7	-16,4	-12,6	-6,1	-3,9	-11,0	-12,8	-17,2	-12,2	262	2 237
<b>09</b>	IV	-3,0	-2,1	-2,6	-0,4	0,2	2,3	-14,0	-9,8	-5,0	-2,5	-2,1	-5,5	-9,2	-6,6	263	2 248
<b>10</b>	I	-1,4	0,9	-0,3	0,5	-1,1	1,1	-10,5	-5,0	-3,0	0,0	9,4	6,5	2,0	4,1	264	2 259
<b>10</b>	II	-0,0	2,1	2,1	0,7	-0,1	0,6	-6,7	-0,4	-0,3	1,7	11,9	12,1	9,6	11,2	265	2 287
<b>10</b>	III	0,2	2,1	1,5	1,1	-0,7	0,2	-6,7	0,7	-0,7	1,8	9,4	11,1	5,0	10,7	266	2 307
<b>10</b>	IV	0,6	1,9	1,6	1,2	-0,9	-0,2	-6,1	1,2	-0,6	1,8	10,5	10,6	5,3	10,7	268	2 314
<b>11</b>	I	0,9	2,4	0,7	0,9	2,6	0,7	-6,0	3,8	-0,4	2,1	12,1	8,8	6,3	8,3	271	2 343
<b>11</b>	II	0,7	1,6	-0,2	0,5	-1,0	0,3	-6,7	1,7	-1,9	1,3	8,4	5,3	-1,7	4,5	272	2 356

**PIB Y DEMANDA INTERNA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO**  
Tasas de variación interanual



**COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO**  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000) y Eurostat.

a. España: elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002); zona del euro: elaborado según el SEC95. b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3.75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rúbrica Importaciones de bienes y servicios. c. Zona del euro, consumo privado.

d. Zona del euro, consumo público. e. Demanda de los residentes dentro y fuera del territorio económico.

f. Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, e incluyen los intercambios comerciales transfronterizos dentro de la zona del euro.

g. Miles de millones de euros.

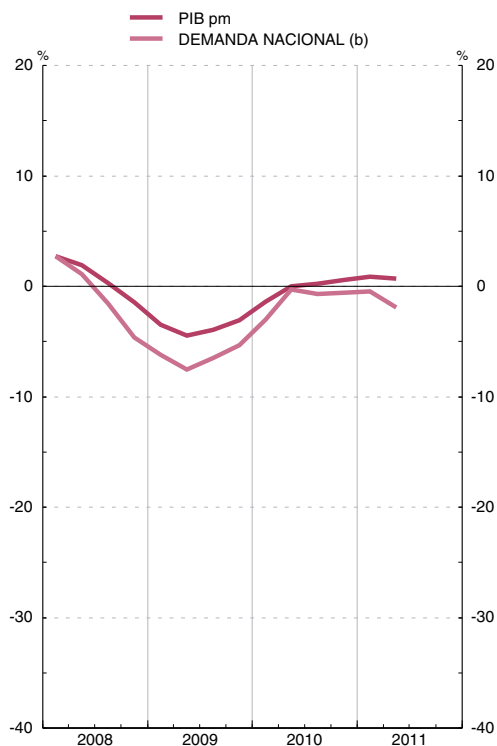
## 1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

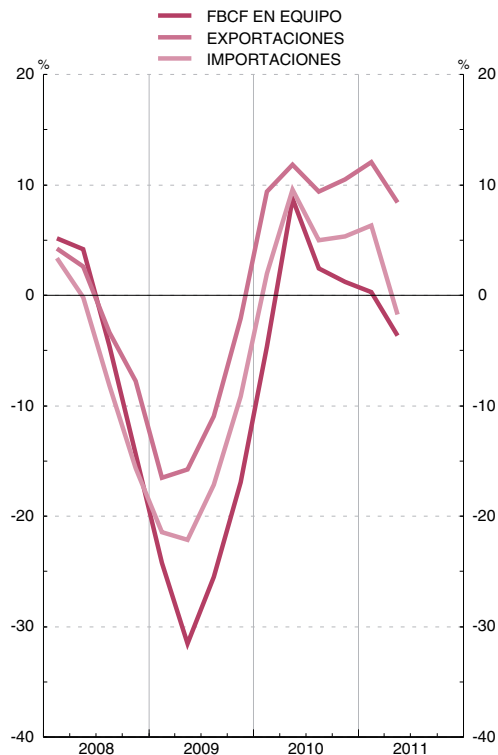
Tasas de variación interanual

		Formación bruta de capital fijo				Variación de existencias (b)	Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios				Pro memoria	
		Total	Bienes de equipo	Construcción	Otros productos		Total	Bienes	Consumo final de no residentes en territorio económico	Servicios	Total	Bienes	Consumo final de residentes en el resto del mundo	Servicios	Demanda nacional (b) (c)	PIB
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
08	P	-4,8	-2,5	-5,9	-4,1	0,1	-1,1	-1,9	-4,3	4,6	-5,3	-6,0	-6,0	-1,6	-0,6	0,9
09	P	-16,0	-24,8	-11,9	-16,2	-0,0	-11,6	-12,5	-9,6	-10,0	-17,8	-19,2	-13,4	-12,5	-6,4	-3,7
10	P	-7,6	1,8	-11,1	-8,2	0,1	10,3	13,6	2,5	5,5	5,4	6,2	2,6	3,1	-1,1	-0,1
08	III	-6,5	-4,6	-7,5	-6,0	0,2	-3,4	-2,8	-4,7	-4,2	-8,2	-9,3	-11,6	-2,2	-1,6	0,3
	IV	-12,1	-14,4	-11,1	-11,7	0,1	-7,8	-10,6	-10,1	5,4	-15,6	-18,0	-13,1	-4,6	-4,6	-1,4
09	I	-15,3	-24,2	-12,2	-12,1	0,0	-16,5	-20,0	-13,9	-5,3	-21,5	-23,7	-19,5	-11,1	-6,2	-3,5
	II	-18,0	-31,5	-12,0	-16,9	-0,0	-15,8	-18,4	-9,4	-10,9	-22,2	-24,4	-18,3	-12,0	-7,5	-4,4
	III	-16,4	-25,5	-11,7	-18,7	-0,0	-11,0	-11,5	-9,3	-10,2	-17,2	-18,4	-8,7	-13,5	-6,5	-3,9
	IV	-14,0	-16,9	-11,9	-17,2	-0,1	-2,1	2,1	-5,4	-13,3	-9,2	-8,3	-5,6	-13,4	-5,3	-3,0
10	I	-10,5	-4,6	-11,4	-15,8	0,0	9,4	14,7	-0,2	0,1	2,0	3,0	-0,7	-1,4	-3,0	-1,4
	II	-6,7	8,7	-11,3	-11,0	0,1	11,9	16,3	0,2	6,8	9,6	10,4	2,8	7,5	-0,3	-0,0
	III	-6,7	2,4	-11,2	-3,0	0,1	9,4	11,3	5,8	5,8	5,0	5,8	4,9	1,6	-0,7	0,2
	IV	-6,1	1,2	-10,6	-1,5	0,1	10,5	12,3	4,4	9,5	5,3	5,6	3,2	5,0	-0,6	0,6
11	I	-6,0	0,3	-10,4	-0,4	0,0	12,1	15,8	4,6	4,3	6,3	7,4	-2,2	3,6	-0,4	0,9
	II	-6,7	-3,7	-9,3	-2,7	-0,1	8,4	8,5	9,0	7,7	-1,7	-1,1	-6,9	-3,3	-1,9	0,7

PIB. DEMANDA INTERNA  
Tasas de variación interanual



PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA  
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000).

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

b. Aportación al crecimiento del PIB pm.

c. Demanda de los residentes dentro y fuera del territorio económico.

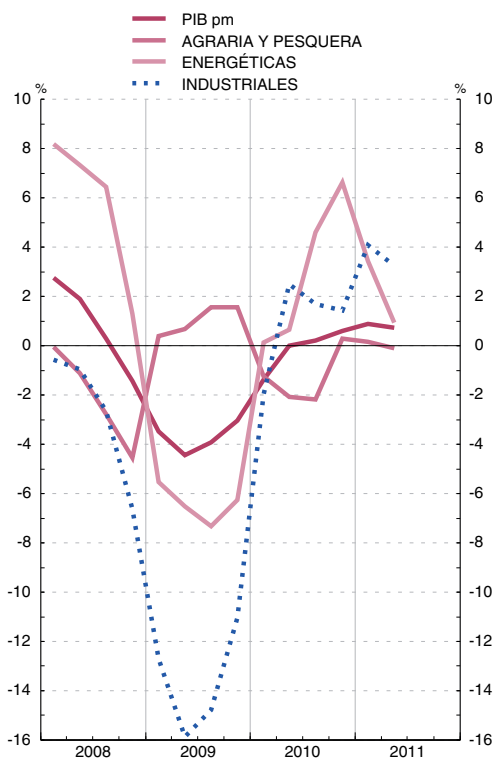
1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

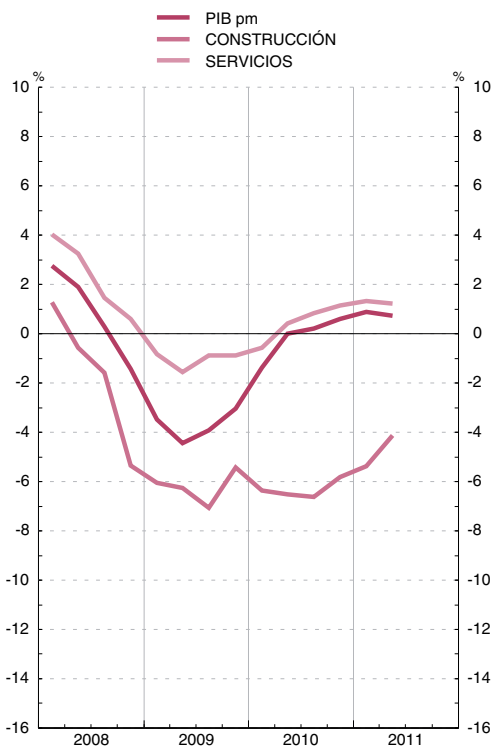
Tasas de variación interanual

		1	2	3	4	5	Ramas de los servicios			9	10	11
							6	7	8			
		Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas energéticas	Ramas industriales	Construcción	Total	Servicios de mercado	Servicios no de mercado	IVA que grava los productos	Impuestos netos sobre productos importados	Otros impuestos netos sobre los productos
08	P	0,9	-2,1	5,8	-2,7	-1,6	2,3	1,7	4,7	-1,3	-1,0	-0,7
09	P	-3,7	1,0	-6,4	-13,6	-6,2	-1,0	-1,9	2,1	-5,0	-9,9	-7,4
10	P	-0,1	-1,3	3,0	0,9	-6,3	0,5	0,4	0,8	-0,7	14,4	1,9
08	III	0,3	-2,8	6,4	-2,6	-1,6	1,5	0,7	4,3	-2,0	-3,1	-1,2
	IV	-1,4	-4,6	1,3	-6,6	-5,4	0,6	-0,2	3,6	-3,6	-6,7	-1,3
09	I	-3,5	0,4	-5,5	-12,7	-6,1	-0,8	-1,8	2,5	-4,8	-10,6	-7,2
	II	-4,4	0,7	-6,5	-15,9	-6,3	-1,6	-2,6	2,2	-6,0	-12,3	-8,1
	III	-3,9	1,6	-7,3	-14,8	-7,1	-0,9	-1,7	2,0	-5,2	-10,7	-8,4
	IV	-3,0	1,6	-6,3	-11,0	-5,4	-0,9	-1,6	1,6	-4,0	-5,7	-6,1
10	I	-1,4	-1,2	0,1	-2,0	-6,4	-0,6	-1,0	0,7	-2,1	3,1	0,6
	II	-0,0	-2,1	0,6	2,5	-6,5	0,4	0,3	0,9	-0,3	12,7	4,3
	III	0,2	-2,2	4,6	1,7	-6,6	0,8	0,9	0,7	-0,4	19,7	1,6
	IV	0,6	0,3	6,6	1,4	-5,8	1,1	1,3	0,7	-	22,7	1,1
11	I	0,9	0,2	3,4	4,1	-5,4	1,3	1,5	0,9	1,1	15,7	-4,3
	II	0,7	-0,1	0,9	3,2	-4,1	1,2	1,4	0,5	-0,1	3,7	-3,2

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD  
Tasas de variación interanual



PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD  
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000).

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

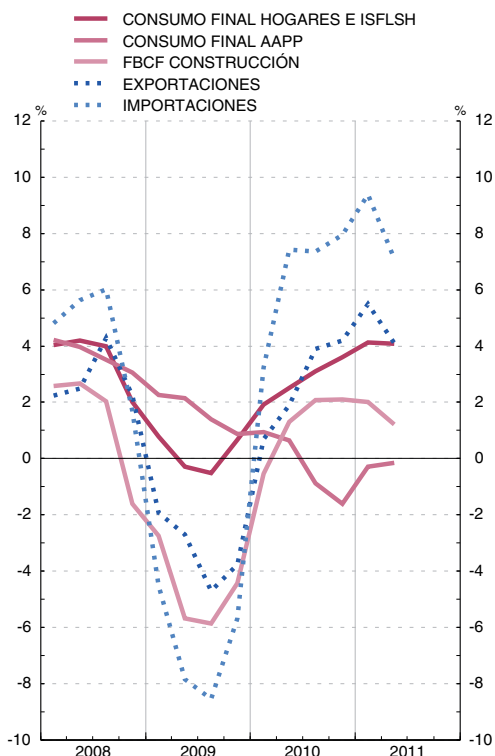
#### 1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

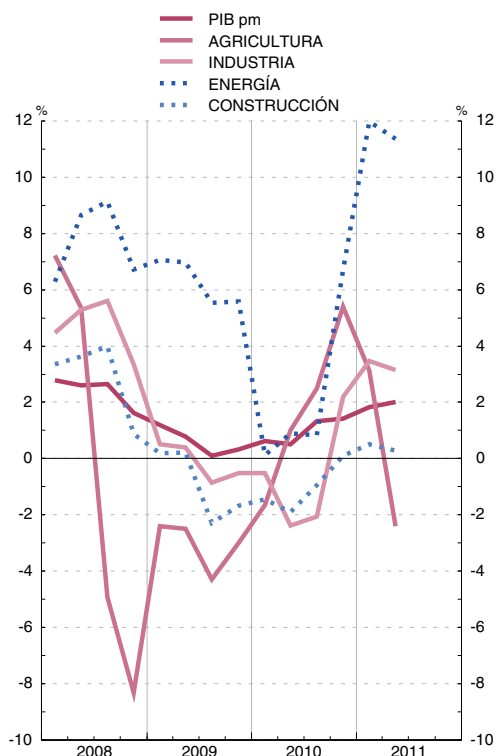
Tasas de variación interanual

		Componentes de la demanda							Ramas de actividad						
		1	2	Formación bruta de capital fijo			6	7	8	9	10	11	12	De los que	
				3	4	5								13	14
		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH (b)	Consumo final de las AAPP	Bienes de equipo	Construcción	Otros productos	Exportación de bienes y servicios	Importación de bienes y servicios	Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas Energéticas	Ramas Industriales	Construcción	Ramas de los servicios	Servicios de mercado
08	P	3,5	3,7	0,9	1,4	1,4	2,8	4,5	2,4	-0,5	7,7	4,7	2,9	4,5	4,7
09	P	0,1	1,7	-0,8	-4,7	-2,9	-3,3	-6,7	-6,7	-3,0	6,3	-0,1	-0,9	2,8	2,8
10	P	2,8	-0,2	2,3	1,2	4,7	2,7	6,5	1,0	1,7	2,2	-0,7	-1,1	-0,6	-0,6
08	III	4,0	3,5	0,7	2,0	1,5	4,3	6,0	2,6	-4,9	9,1	5,6	4,0	4,6	4,9
	IV	2,0	3,1	0,3	-1,6	0,1	2,2	1,7	1,6	-8,3	6,7	3,4	0,9	4,0	4,1
09	I	0,8	2,3	-0,0	-2,8	-2,5	-1,9	-4,5	1,2	-2,4	7,1	0,5	0,2	3,4	3,8
	II	-0,3	2,2	-1,0	-5,7	-3,4	-2,7	-7,8	0,8	-2,5	7,0	0,4	0,2	3,6	3,6
	III	-0,5	1,4	-1,3	-5,9	-4,0	-4,7	-8,5	0,1	-4,3	5,5	-0,8	-2,3	2,3	2,2
	IV	0,6	0,9	-0,9	-4,4	-1,9	-3,8	-5,7	0,3	-3,0	5,6	-0,5	-1,7	1,8	1,7
10	I	1,9	0,9	1,2	-0,5	1,9	0,7	3,2	0,6	-1,6	0,1	-0,5	-1,5	0,6	0,4
	II	2,5	0,6	1,9	1,3	4,6	1,9	7,4	0,5	1,0	0,9	-2,4	-1,9	-1,3	-1,8
	III	3,1	-0,9	2,7	2,1	5,9	3,9	7,3	1,3	2,5	0,8	-2,1	-0,9	-1,3	-1,3
	IV	3,6	-1,6	3,6	2,1	6,4	4,2	7,9	1,4	5,4	6,7	2,2	0,1	-0,4	0,2
11	I	4,1	-0,3	4,1	2,0	6,9	5,5	9,4	1,8	3,1	12,0	3,5	0,5	1,3	2,0
	II	4,0	-0,2	3,6	1,2	5,2	4,1	7,1	2,0	-2,4	11,4	3,1	0,3	1,6	2,6

PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS  
Tasas de variación interanual



PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS  
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000).

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

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

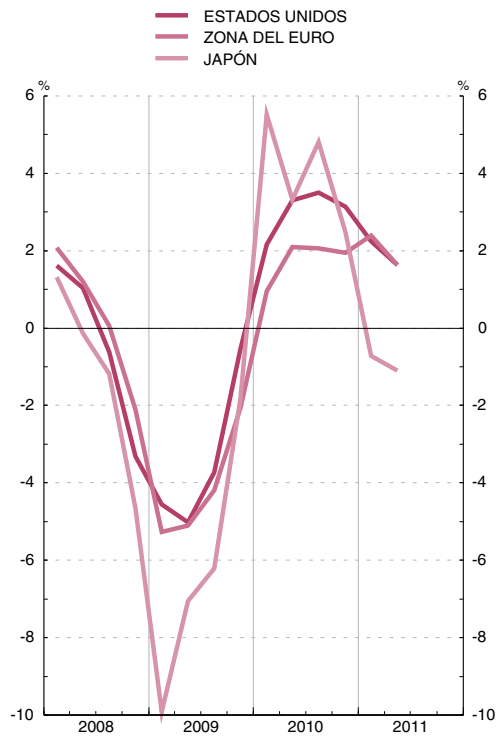
## 2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

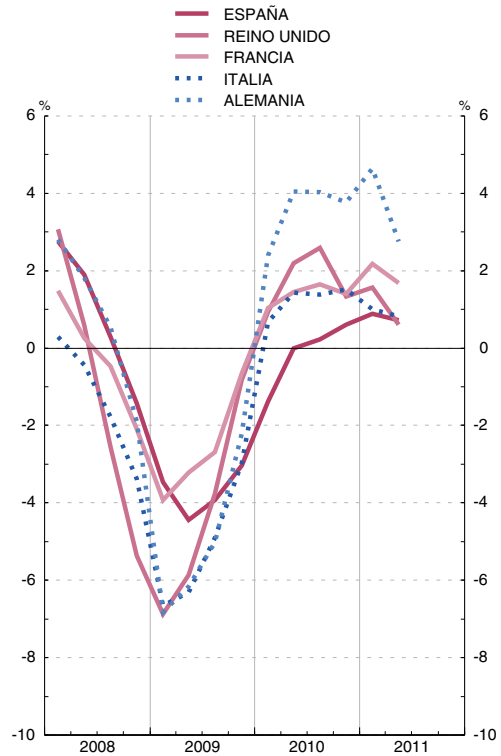
Tasas de variación interanual

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

PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

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



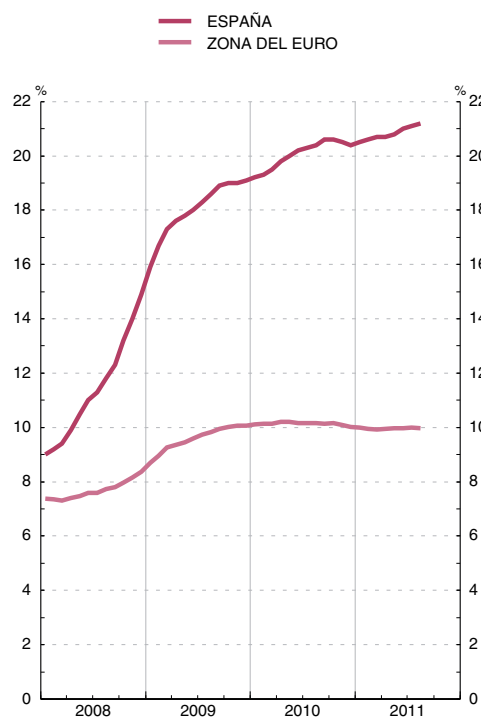
## 2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

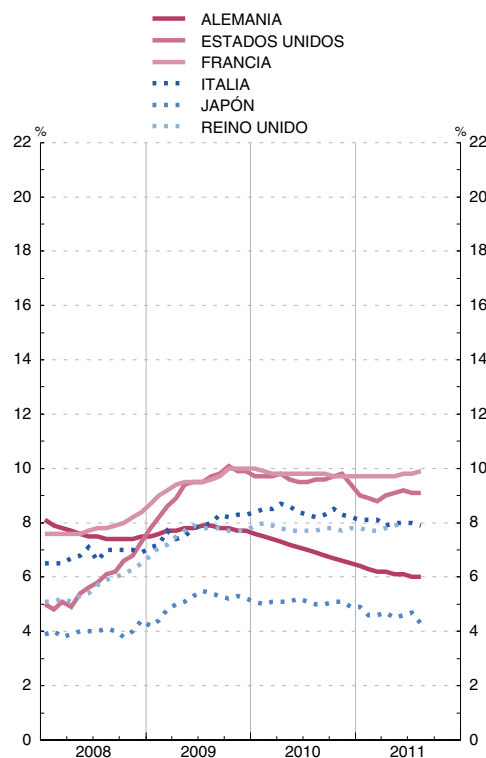
Porcentajes

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	OCDE	UE 27	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
<b>08</b>	6,1	7,1	7,7	7,6	11,4	5,8	7,8	6,8	4,0	5,6
<b>09</b>	8,4	9,0	9,6	7,7	18,0	9,3	9,5	7,8	5,1	7,6
<b>10</b>	8,6	9,6	10,1	7,0	20,1	9,6	9,8	8,4	5,1	7,8
<b>10 Mar</b>	8,7	9,7	10,1	7,4	19,5	9,7	9,8	8,5	5,1	7,9
<b>Abr</b>	8,7	9,7	10,2	7,3	19,8	9,8	9,8	8,7	5,1	7,8
<b>May</b>	8,6	9,7	10,2	7,2	20,0	9,6	9,8	8,6	5,1	7,7
<b>Jun</b>	8,5	9,6	10,2	7,1	20,2	9,5	9,8	8,4	5,2	7,7
<b>Jul</b>	8,6	9,6	10,2	7,0	20,3	9,5	9,8	8,3	5,1	7,7
<b>Ago</b>	8,6	9,6	10,2	6,9	20,4	9,6	9,8	8,2	5,0	7,7
<b>Sep</b>	8,6	9,6	10,1	6,8	20,6	9,6	9,8	8,3	5,0	7,8
<b>Oct</b>	8,6	9,7	10,2	6,7	20,6	9,7	9,7	8,5	5,1	7,8
<b>Nov</b>	8,5	9,6	10,1	6,6	20,5	9,8	9,7	8,3	5,1	7,7
<b>Dic</b>	8,4	9,6	10,0	6,5	20,4	9,4	9,7	8,2	4,9	7,8
<b>11 Ene</b>	8,3	9,5	10,0	6,4	20,5	9,0	9,7	8,1	4,9	7,8
<b>Feb</b>	8,2	9,5	10,0	6,3	20,6	8,9	9,7	8,1	4,6	7,7
<b>Mar</b>	8,2	9,4	9,9	6,2	20,7	8,8	9,7	8,1	4,6	7,7
<b>Abr</b>	8,2	9,5	9,9	6,2	20,7	9,0	9,7	7,9	4,7	7,8
<b>May</b>	8,2	9,5	10,0	6,1	20,8	9,1	9,7	8,0	4,5	7,9
<b>Jun</b>	8,3	9,5	10,0	6,1	21,0	9,2	9,8	8,0	4,6	8,0
<b>Jul</b>	8,2	9,5	10,0	6,0	21,1	9,1	9,8	8,0	4,7	...
<b>Ago</b>	8,2	9,5	10,0	6,0	21,2	9,1	9,9	7,9	4,3	...

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTE: OCDE.

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

■ Serie representada gráficamente.

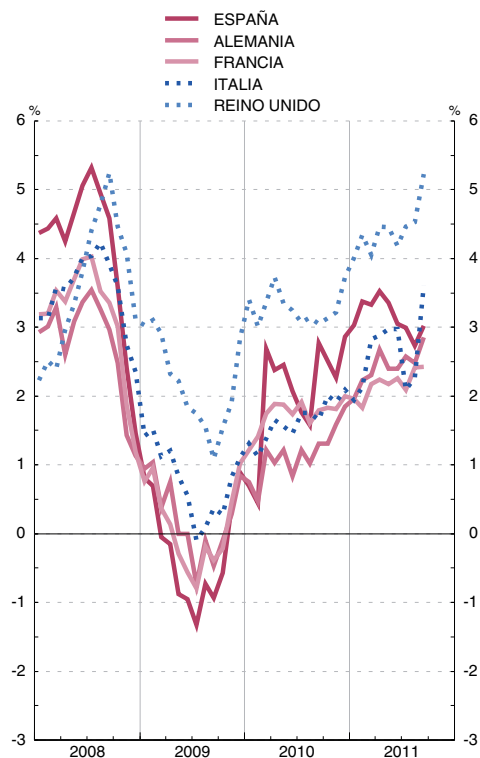
Tasas de variación interanual

	OCDE 1	UE 27 2	Zona del euro 3	Alemania 4	España 5	Estados Unidos de América 6	Francia 7	Italia 8	Japón 9	Reino Unido 10
<b>08</b>	3,7	3,7	3,3	2,8	4,1	3,8	3,2	3,5	1,4	3,6
<b>09</b>	0,6	1,0	0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,1	0,8	-1,3	2,2
<b>10</b>	1,9	2,1	1,6	1,2	2,0	1,6	1,7	1,6	-0,7	3,3
<b>10</b>										
<i>Abr</i>	2,2	2,1	1,6	1,0	2,4	2,2	1,9	1,6	-0,8	3,7
<i>May</i>	2,0	2,1	1,7	1,2	2,5	2,0	1,9	1,6	-0,7	3,3
<i>Jun</i>	1,5	1,9	1,5	0,8	2,1	1,1	1,7	1,5	-0,7	3,2
<i>Jul</i>	1,6	2,1	1,7	1,2	1,8	1,2	1,9	1,8	-1,0	3,1
<i>Ago</i>	1,5	2,0	1,6	1,0	1,6	1,2	1,6	1,8	-1,1	3,1
<i>Sep</i>	1,7	2,2	1,9	1,3	2,8	1,2	1,8	1,6	-0,9	3,0
<i>Oct</i>	1,8	2,3	1,9	1,3	2,5	1,2	1,8	2,0	-0,2	3,1
<i>Nov</i>	1,8	2,3	1,9	1,6	2,3	1,1	1,8	1,9	-0,3	3,2
<i>Dic</i>	2,0	2,7	2,2	1,9	2,9	1,4	2,0	2,1	-0,4	3,7
<b>11</b>										
<i>Ene</i>	2,1	2,8	2,3	2,0	3,0	1,6	2,0	1,9	-0,6	4,0
<i>Feb</i>	2,3	2,9	2,4	2,2	3,4	2,1	1,8	2,1	-0,5	4,3
<i>Mar</i>	2,6	3,1	2,7	2,3	3,3	2,7	2,2	2,8	-0,5	4,1
<i>Abr</i>	2,9	3,3	2,8	2,7	3,5	3,2	2,2	2,9	-0,5	4,5
<i>May</i>	3,1	3,2	2,7	2,4	3,4	3,6	2,2	3,0	-0,4	4,5
<i>Jun</i>	3,0	3,1	2,7	2,4	3,0	3,6	2,3	3,0	-0,4	4,2
<i>Jul</i>	3,1	2,9	2,5	2,6	3,0	3,7	2,1	2,1	0,2	4,5
<i>Ago</i>	3,2	2,9	2,5	2,5	2,7	3,8	2,4	2,3	0,2	4,5
<i>Sep</i>	...	3,3	3,0	2,9	3,0	...	2,4	3,6	...	5,2

PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: OCDE, INE y Eurostat.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadros 26.11 y 26.15.

a. Índices armonizados de precios de consumo para los países de la UE.

## 2.4. TIPOS DE CAMBIO BILATERALES E ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL Y REAL DEL EURO, DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y DEL YEN JAPONÉS

■ Serie representada gráficamente.

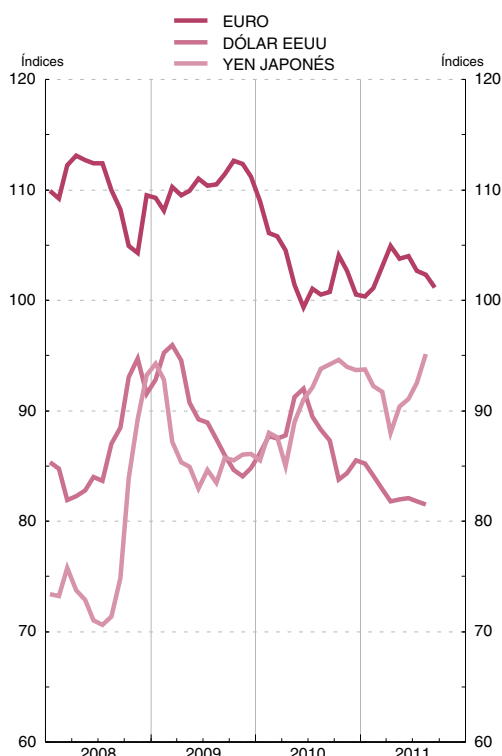
Media de cifras diarias

	Tipos de cambio			Índices del tipo de cambio efectivo nominal frente a países desarrollados. Base 1999 I = 100 (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados Base 1999 I = 100 (b)					
	Dólar estadounidense por ecu/euro	Yen japonés por ecu/euro	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
							Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
08	1,4707	152,31	103,36	110,4	78,2	98,3	109,9	86,6	76,9	108,2	90,5	74,9
09	1,3940	130,30	93,57	111,7	81,1	112,4	110,6	89,5	86,6	105,5	92,7	85,0
10	1,3267	116,42	87,78	104,7	79,1	120,7	103,0	87,6	90,7	99,3	93,2	87,9
10 E-S	1,3157	117,85	89,54	104,7	79,9	118,9	103,1	88,6	89,6	99,4	94,0	87,0
11 E-S	1,4066	113,29	80,56	104,9	74,0	126,6	102,6	82,7	91,9	99,0	89,6	88,0
10 Jul	1,2770	111,73	87,50	102,5	80,7	123,0	101,1	89,4	92,1	97,5	94,8	89,6
Ago	1,2894	110,04	85,33	102,1	79,7	125,3	100,6	88,3	93,8	97,2	93,8	90,9
Sep	1,3067	110,26	84,38	102,5	78,8	125,7	100,8	87,3	94,2	97,7	92,7	90,9
Oct	1,3898	113,67	81,79	106,0	75,8	126,1	104,1	83,8	94,6	101,0	89,7	91,1
Nov	1,3661	112,69	82,51	104,7	76,3	125,8	102,7	84,4	94,0	99,5	90,5	90,4
Dic	1,3220	110,11	83,29	102,6	77,5	126,2	100,6	85,5	93,7	97,3	91,6	90,5
11 Ene	1,3360	110,38	82,63	102,4	76,6	126,5	100,3	85,2	93,7	97,2	90,8	90,3
Feb	1,3649	112,77	82,63	103,4	75,6	125,1	101,1	84,1	92,2	98,2	90,1	88,5
Mar	1,3999	114,40	81,72	105,2	74,4	125,2	103,1	82,9	91,7	99,6	89,8	87,7
Abr	1,4442	120,42	83,39	107,0	73,2	120,7	104,9	81,8	88,0	101,1	89,1	84,4
May	1,4349	116,47	81,17	106,0	73,2	124,3	103,8	81,9	90,4	99,8	89,9	86,4
Jun	1,4388	115,75	80,45	106,1	73,2	125,3	104,0	82,1	91,1	100,0	89,6	87,3
Jul	1,4264	113,26	79,40	105,2	72,8	127,2	102,7	81,8	92,5	99,0	89,4	88,4
Ago	1,4343	110,43	77,00	104,9	72,5	130,9	102,3	81,5	95,1	98,7	88,6	91,0
Sep	1,3770	105,75	76,79	103,8	74,6	134,1	101,1	...	...	97,4	...	...

### TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



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



FUENTES: BCE y BE.

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

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

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

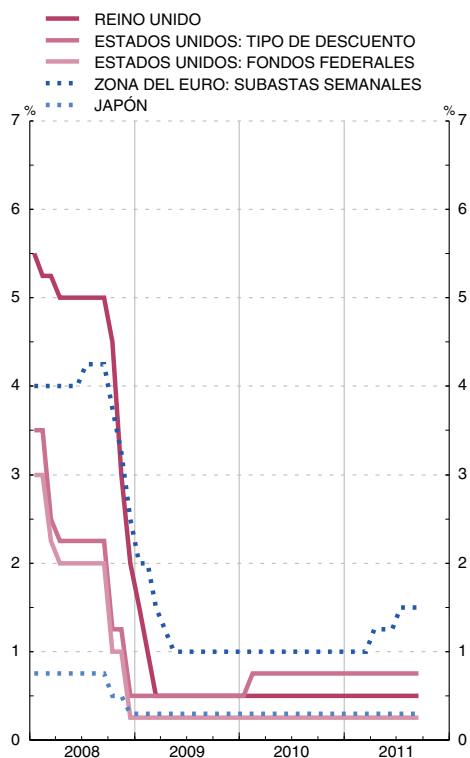
## 2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

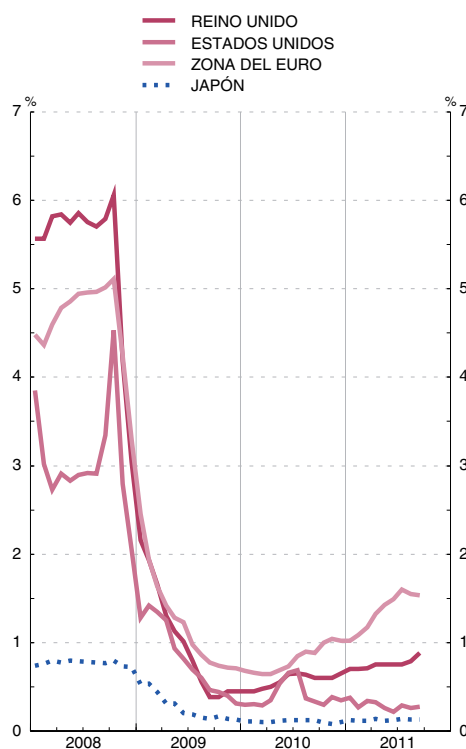
Porcentajes

	Tipos de intervención				Tipos interbancarios a tres meses										
	Zona del euro (a)	Estados Unidos de América		Japón (c)	Reino Unido (d)	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
		Tipo descuento (b)	Fondos federales												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>08</b>	2,50	0,50	0,25	0,30	2,00	3,45	4,75	4,63	-	-	3,07	-	-	0,77	5,41
<b>09</b>	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,93	1,19	1,22	-	-	0,83	-	-	0,27	1,01
<b>10</b>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,61	0,78	0,81	-	-	0,40	-	-	0,11	0,57
<b>10 Abr</b>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,51	0,62	0,65	-	-	0,35	-	-	0,10	0,50
<i>May</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,61	0,66	0,69	-	-	0,54	-	-	0,11	0,55
<i>Jun</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,70	0,74	0,73	-	-	0,66	-	-	0,12	0,64
<i>Jul</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,75	0,83	0,85	-	-	0,69	-	-	0,12	0,65
<i>Ago</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,64	0,86	0,90	-	-	0,37	-	-	0,12	0,64
<i>Sep</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,63	0,84	0,88	-	-	0,33	-	-	0,13	0,60
<i>Oct</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,64	0,93	1,00	-	-	0,30	-	-	0,09	0,60
<i>Nov</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,69	0,98	1,04	-	-	0,38	-	-	0,08	0,60
<i>Dic</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,69	0,98	1,02	-	-	0,35	-	-	0,10	0,65
<b>11 Ene</b>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,70	0,99	1,02	-	-	0,37	-	-	0,12	0,70
<i>Feb</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,68	1,05	1,09	-	-	0,27	-	-	0,12	0,70
<i>Mar</i>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,74	1,13	1,18	-	-	0,34	-	-	0,11	0,71
<i>Abr</i>	1,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,78	1,25	1,32	-	-	0,32	-	-	0,14	0,75
<i>May</i>	1,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,79	1,34	1,43	-	-	0,26	-	-	0,12	0,75
<i>Jun</i>	1,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,79	1,39	1,49	-	-	0,21	-	-	0,12	0,75
<i>Jul</i>	1,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,86	1,48	1,60	-	-	0,29	-	-	0,14	0,75
<i>Ago</i>	1,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,83	1,44	1,55	-	-	0,26	-	-	0,13	0,79
<i>Sep</i>	1,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,84	1,46	1,54	-	-	0,28	-	-	0,13	0,88

TIPOS DE INTERVENCIÓN



TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

a. Operaciones principales de financiación.

b. Desde enero de 2003, primary credit rate.

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

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

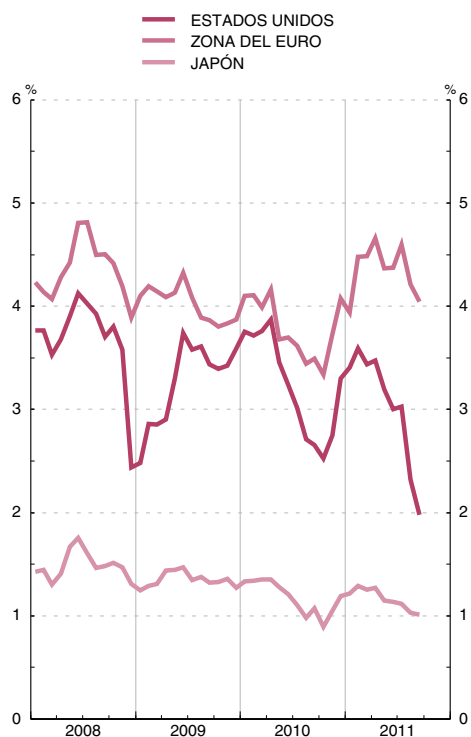
## 2.6. RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

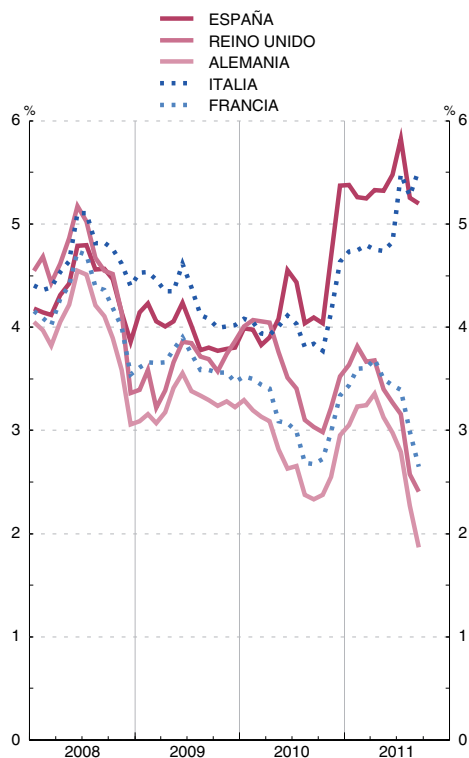
Porcentajes

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>08</b>	3,63	4,33	4,36	4,00	4,36	3,69	4,24	4,66	1,49	4,55
<b>09</b>	3,18	3,74	4,03	3,27	3,97	3,27	3,65	4,28	1,35	3,63
<b>10</b>	3,05	3,52	3,78	2,78	4,25	3,22	3,12	4,03	1,18	3,56
<b>10</b>										
<i>Abr</i>	3,42	3,67	4,16	3,09	3,90	3,87	3,41	3,93	1,35	4,05
<i>May</i>	3,16	3,49	3,68	2,82	4,08	3,46	3,09	4,01	1,28	3,76
<i>Jun</i>	3,05	3,49	3,70	2,63	4,56	3,24	3,07	4,11	1,21	3,51
<i>Jul</i>	2,92	3,45	3,62	2,65	4,43	3,01	2,99	4,03	1,10	3,41
<i>Ago</i>	2,67	3,18	3,44	2,38	4,04	2,71	2,69	3,81	0,98	3,10
<i>Sep</i>	2,67	3,21	3,50	2,33	4,09	2,65	2,67	3,84	1,07	3,03
<i>Oct</i>	2,58	3,18	3,34	2,38	4,04	2,52	2,72	3,77	0,89	2,99
<i>Nov</i>	2,83	3,52	3,73	2,55	4,69	2,75	2,99	4,14	1,05	3,22
<i>Dic</i>	3,24	3,92	4,07	2,95	5,37	3,30	3,34	4,63	1,19	3,53
<b>11</b>										
<i>Ene</i>	3,32	4,02	3,94	3,05	5,38	3,41	3,44	4,73	1,22	3,63
<i>Feb</i>	3,46	4,13	4,48	3,23	5,26	3,59	3,60	4,74	1,29	3,81
<i>Mar</i>	3,40	4,15	4,49	3,24	5,25	3,44	3,60	4,80	1,26	3,67
<i>Abr</i>	3,46	4,26	4,66	3,36	5,33	3,47	3,69	4,75	1,27	3,68
<i>May</i>	3,28	4,15	4,37	3,13	5,32	3,19	3,50	4,74	1,15	3,40
<i>Jun</i>	3,18	4,14	4,37	2,98	5,48	3,00	3,44	4,82	1,14	3,27
<i>Jul</i>	3,21	4,22	4,59	2,79	5,82	3,03	3,40	5,49	1,12	3,15
<i>Ago</i>	2,70	3,74	4,21	2,27	5,25	2,32	2,99	5,28	1,03	2,57
<i>Sep</i>	2,49	3,58	4,04	1,87	5,20	1,98	2,65	5,53	1,01	2,41

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.

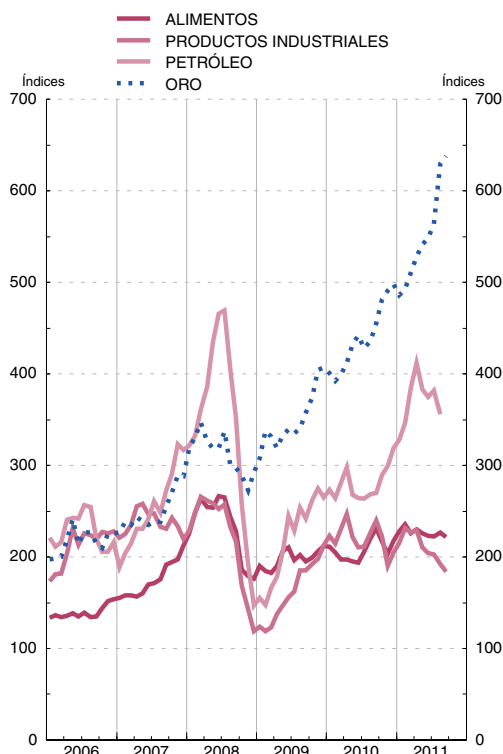
Base 2000 = 100

	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	
<b>06</b>	125,6	170,8	139,3	211,6	147,3	246,4	227,8	64,9	216,7	604,6	15,45
<b>07</b>	136,4	202,3	175,1	237,4	162,4	278,4	252,1	73,0	249,8	696,7	16,32
<b>08</b>	142,2	227,4	232,4	221,0	176,0	245,5	343,7	97,2	312,5	871,7	19,07
<b>09</b>	120,8	182,3	198,0	162,2	136,0	176,4	219,2	61,7	348,8	973,0	22,42
<b>10</b>	158,6	213,1	207,9	220,2	211,2	225,9	280,0	79,9	439,2	1 225,3	29,76
<b>10 E-S</b>	150,7	214,4	206,3	225,0	204,4	236,3	272,4	77,5	422,1	1 177,5	28,89
<b>11 E-S</b>	193,4	218,6	226,4	210,5	257,8	190,2	...	112,9	549,0	1 531,5	35,00
<b>10 Ago</b>	159,6	222,9	220,2	226,4	203,5	238,9	268,8	77,9	435,8	1 215,8	30,31
<b>Sep</b>	166,1	235,2	231,7	239,6	223,0	248,8	269,7	78,4	455,6	1 271,0	31,25
<b>Oct</b>	168,6	219,0	216,8	222,6	223,0	223,5	289,4	83,0	481,1	1 342,0	31,04
<b>Nov</b>	180,1	196,8	203,2	190,1	223,5	175,7	299,4	85,7	491,1	1 369,9	32,27
<b>Dic</b>	198,3	211,3	217,6	204,8	248,0	186,2	319,0	92,3	498,2	1 389,7	33,80
<b>11 Ene</b>	207,1	221,5	227,7	215,2	266,7	193,1	328,2	97,4	486,2	1 356,4	32,70
<b>Feb</b>	212,5	233,5	235,4	231,5	301,3	201,5	346,1	103,7	492,1	1 372,7	32,35
<b>Mar</b>	201,2	226,3	226,0	226,8	298,4	196,1	384,8	115,4	510,5	1 424,0	32,66
<b>Abr</b>	198,4	229,9	230,2	229,5	300,8	199,0	411,9	124,4	528,3	1 473,8	32,88
<b>May</b>	189,0	218,4	226,0	210,6	258,1	190,2	383,2	116,2	541,4	1 510,4	33,90
<b>Jun</b>	183,4	213,5	222,8	203,9	244,5	186,5	374,9	114,9	548,0	1 528,7	34,15
<b>Jul</b>	185,2	212,7	222,2	202,8	224,2	193,6	382,1	117,3	563,8	1 572,8	35,41
<b>Ago</b>	181,8	209,5	226,3	192,1	215,9	181,8	355,8	111,3	629,4	1 755,8	39,41
<b>Sep</b>	183,5	203,2	221,7	183,9	214,1	171,0	...	114,8	637,7	1 779,1	41,36

ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS



ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS, PETRÓLEO Y ORO



FUENTES: The Economist, FMI, BCE y BE.

a. Las ponderaciones están basadas en el valor de las importaciones mundiales de materias primas en el periodo 1999-2001.

b. Índice del promedio de los precios en dólares estadounidenses de distintos tipos de crudo, mediano, liviano y pesado.

c. Índice del fixing en dólares estadounidenses a las 15.30 h. en el mercado de Londres.

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

■ Serie representada gráficamente.

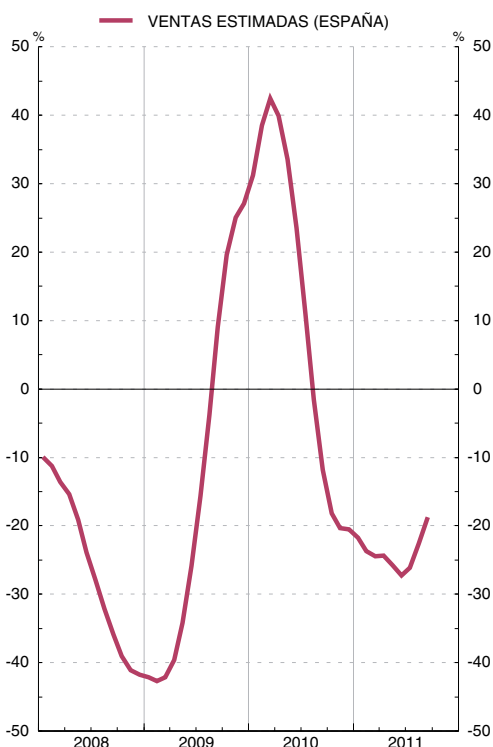
Tasas de variación interanual

	Encuestas de opinión (porcentajes netos)						Matriculaciones y ventas de automóviles				Índices de comercio al por menor (Base 2005=100, CNAE 2009) (Índices deflactados)								
	Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		De las que		Ventas estimadas	Pro memoria: zona del euro Matriculaciones	Índice general de comercio minorista	Índice general sin estaciones de servicio							
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista (a)	Matriculaciones	Uso privado				Total	Alimentación	Grandes superficies	Grandes cadenas	Pequeñas cadenas	Empresas unificadas	Pro memoria: zona del euro (a)	
				1					2	3	4								5
<b>08</b>		-33,7	-32,6	-20,4	-27,6	-18,1	-10,0	-27,4	-30,0	-28,1	-8,1	-5,7	-5,7	-2,3	-5,2	1,1	-8,6	-8,0	-0,8
<b>09</b>		-28,2	-26,2	-13,2	-24,6	-24,8	-15,5	-18,1	-10,7	-17,9	4,4	-5,7	-5,8	-3,4	-6,0	-1,6	-7,1	-7,2	-2,0
<b>10</b>	P	-20,9	-18,0	-9,7	-17,2	-14,0	-4,0	3,0	-1,3	3,1	-8,1	-1,6	-0,9	-0,4	1,9	-3,1	-2,0	1,1	
<b>10 E-S</b>	P	-20,9	-18,1	-9,8	-15,7	-15,2	-5,6	16,3	9,7	16,2	-7,3	-1,3	-0,5	-0,2	-1,4	2,2	-2,7	-1,2	1,2
<b>11 E-S</b>	P	-17,2	-14,2	-6,9	-19,9	-12,2	-3,5	-21,4	-6,3	-20,7	-0,5	...	...	...	...	...	...	...	...
<b>10 Oct</b>	P	-19,7	-17,3	-8,4	-22,3	-10,9	-0,8	-37,9	-36,0	-37,6	-15,3	-2,9	-2,6	-2,1	-1,0	0,4	-5,0	-5,1	1,4
<b>Nov</b>	P	-20,7	-16,3	-10,0	-20,7	-9,4	-1,1	-25,8	-22,1	-25,5	-10,0	-1,0	-0,7	1,0	-0,8	3,3	-4,4	-2,5	1,3
<b>Dic</b>	P	-22,8	-20,2	-9,8	-22,6	-11,0	4,3	-24,0	-19,9	-23,9	-6,9	-4,5	-3,9	-2,0	-0,4	-4,1	-5,4	-5,4	0,2
<b>11 Ene</b>	P	-21,0	-22,6	-10,5	-22,3	-11,2	-0,6	-23,6	-16,4	-23,5	-4,3	-4,6	-4,5	-3,2	-6,3	-0,4	-4,6	-6,1	0,8
<b>Feb</b>	P	-15,2	-18,2	-5,5	-20,1	-10,0	-0,2	-28,0	-13,1	-27,6	0,1	-4,6	-4,6	-2,9	-7,1	0,1	-3,9	-6,3	1,3
<b>Mar</b>	P	-22,6	-15,0	-10,6	-23,1	-10,6	-1,4	-29,8	-8,9	-29,1	-4,5	-7,9	-8,1	-5,7	-12,4	-3,8	-7,9	-8,7	-1,2
<b>Abr</b>	P	-21,0	-15,2	-11,0	-21,7	-11,6	-1,8	-24,1	-12,0	-23,3	-0,2	-2,1	-1,5	1,1	0,5	6,4	-3,4	-6,1	1,5
<b>May</b>	P	-15,5	-11,5	-6,2	-18,7	-9,9	-2,4	-24,1	-4,3	-23,3	-1,1	-5,9	-5,8	-3,6	-8,4	-	-8,4	-6,9	-1,7
<b>Jun</b>	P	-11,9	-6,3	-2,9	-16,5	-9,7	-2,6	-31,5	-14,8	-31,4	-3,8	-7,5	-7,4	-2,2	-9,7	0,3	-12,2	-8,8	-0,4
<b>Jul</b>	P	-13,4	-8,1	-2,2	-17,3	-11,2	-3,6	-5,5	15,8	-4,0	2,2	-6,1	-5,7	-5,7	-5,4	-3,8	-6,9	-6,4	0,1
<b>Ago</b>	P	-17,0	-14,4	-6,0	-20,3	-16,5	-8,7	3,7	10,1	5,9	6,1	-4,0	-3,6	-1,2	-3,4	1,6	-7,1	-6,0	-0,9
<b>Sep</b>	P	-17,0	-16,1	-6,9	-19,0	-19,1	-9,8	-2,7	-0,4	-1,3	1,3	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



VENTAS DE AUTOMÓVILES (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

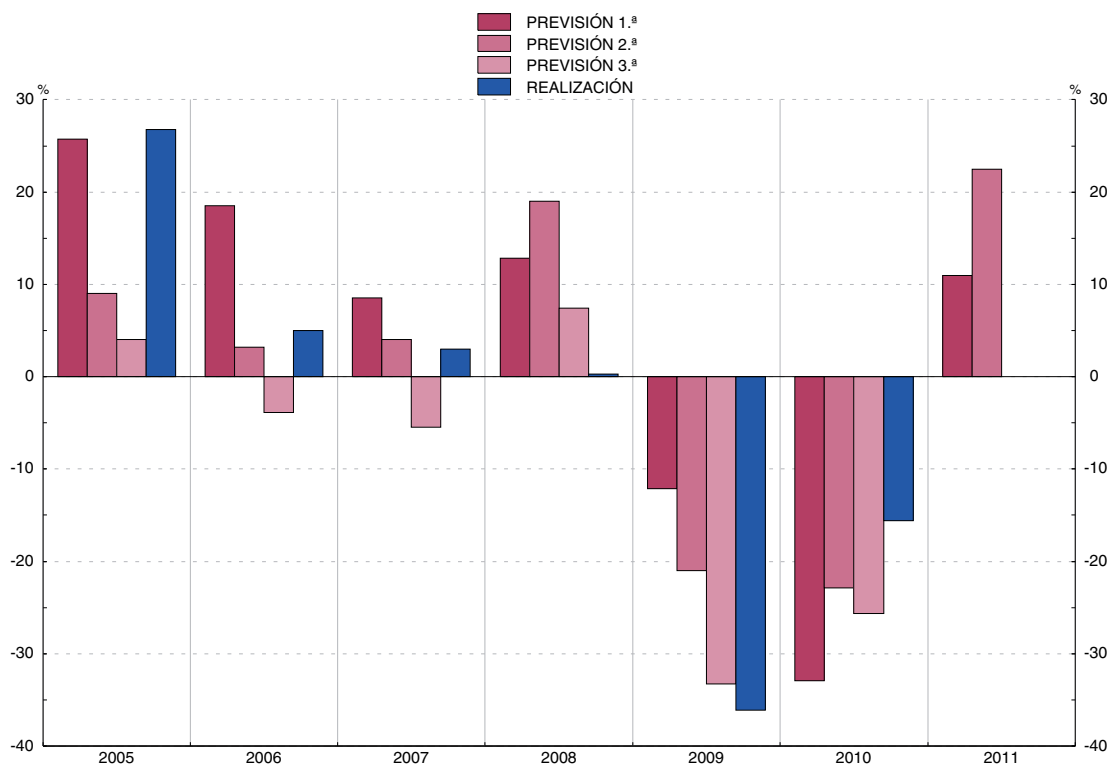
### 3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	1	2	3	4				
	Realización		Previsión 1. <sup>a</sup>		Previsión 2. <sup>a</sup>		Previsión 3. <sup>a</sup>	
05		27	26	9				4
06		5	19	3				-4
07		3	9	4				-6
08		0	13	19				7
09		-36	-12	-21				-33
10		-16	-33	-23				-26
11		...	11	23				...

#### INVERSIÓN INDUSTRIAL Tasas de variación anuales



FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

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



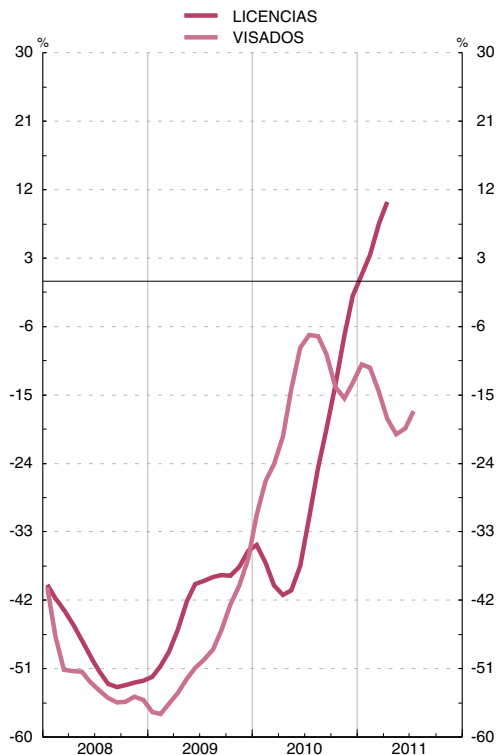
### 3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

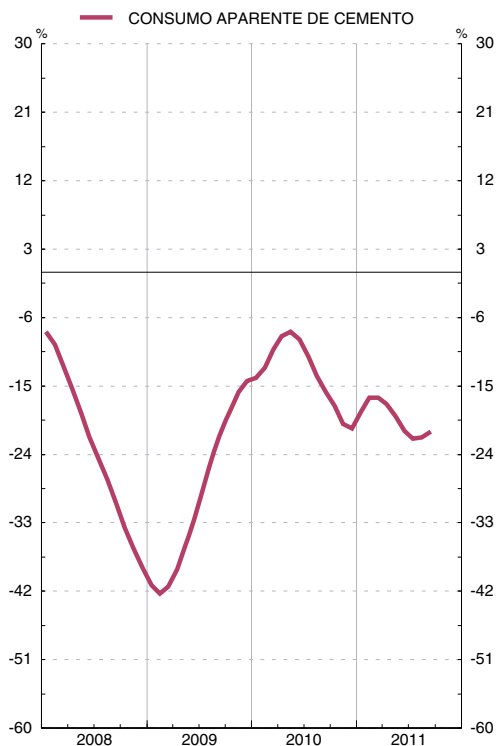
Tasas de variación interanual

	Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)						Consumo aparente de cemento	
	Total	De la cual		No residencial	Total	De la cual		Total		Edificación				Ingeniería civil
		Residencial	Vivienda			Vivienda	En el mes	Acumulada en el año	Total	De la cual		No residencial		
										Residencial	Vivienda			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>08</b>	-48,5	-53,1	-53,8	-29,8	-52,1	-56,6	2,9	2,9	-7,5	8,5	13,4	-11,5	7,2	-23,8
<b>09</b>	-43,4	-49,3	-49,2	-27,2	-51,4	-56,8	-8,2	-8,2	1,1	3,7	-19,9	0,3	-11,4	-32,3
<b>10</b>	P -28,7	P -24,3	P -25,2	P -36,9	P -16,0	P -16,1	P -37,9	P -37,9	P -20,1	P -38,1	P -38,7	P -14,4	P -45,1	P -15,1
<b>10 E-S</b>	P -36,8	P -32,1	P -32,4	P -45,3	P -15,1	P -16,0	P -38,9	P -38,9	P -23,7	P -34,2	P -36,9	P -20,7	P -45,7	P -14,9
<b>11 E-S</b>	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P -14,0
<b>10 Jun</b>	-52,2	-39,5	-40,0	-67,6	3,0	9,0	-22,3	-39,8	-39,7	-36,2	-9,9	-40,3	-12,5	-10,7
<b>Jul</b>	-30,0	-28,2	-25,7	-34,4	-13,1	-23,6	-55,5	-42,1	-28,7	-56,9	-66,7	-11,5	-67,3	-15,2
<b>Ago</b>	P -5,2	P 15,5	P 15,2	P -31,5	P -1,6	P 2,0	P -29,1	P -40,8	P -30,0	P -43,5	P -46,3	P -25,5	P -28,7	P -12,9
<b>Sep</b>	P -28,9	P -15,3	P -15,1	P -47,7	P 1,4	P -0,7	P -13,7	P -38,9	P -26,1	P 20,6	P 125,8	P -33,8	P -9,4	P -18,1
<b>Oct</b>	P -16,0	P -19,5	P -20,7	P -8,1	P -27,7	P -30,4	P -0,5	P -36,6	P 36,6	P 53,1	P -50,4	P 33,4	P -15,2	P -15,8
<b>Nov</b>	P 2,0	P 10,2	P 2,2	P -14,8	P -13,2	P -13,7	P -15,1	P -35,1	P -27,8	P -61,1	P 347,5	P -4,3	P -9,3	P -20,5
<b>Dic</b>	P 11,1	P 10,0	P 11,3	P 13,7	P -15,6	P -4,4	P -57,1	P -37,9	P -9,6	P -73,4	P -66,8	P 22,7	P -65,6	P -9,6
<b>11 Ene</b>	P 14,4	P 22,7	P 21,8	P -8,2	P -4,8	P 13,9	P -18,5	P -18,5	P -27,4	P -45,8	P 30,1	P -22,5	P -12,6	P 0,3
<b>Feb</b>	P -17,7	P -19,9	P -24,7	P -12,4	P -6,3	P 5,0	P -24,3	P -22,0	P -57,6	P -58,6	P -72,0	P -57,4	P 0,6	P 0,9
<b>Mar</b>	P 25,4	P 17,7	P 20,7	P 42,5	P -16,2	P -23,3	P -57,8	P -36,9	P -66,5	P -65,8	P -92,6	P -66,8	P -49,5	P -7,3
<b>Abr</b>	P 6,2	P -10,0	P -11,6	P 36,9	P -22,9	P -25,0	P -50,0	P -40,0	P -62,1	P 33,6	P 98,4	P -71,3	P -39,6	P -17,1
<b>May</b>	P ...	P ...	P ...	P ...	P -21,9	P -20,7	P 29,6	P -25,7	P -55,9	P -64,9	P 19,5	P -53,9	P 80,0	P -10,7
<b>Jun</b>	P ...	P ...	P ...	P ...	P -20,3	P -10,6	P -17,2	P -24,3	P -49,8	P 3,8	P -46,2	P -60,2	P -4,5	P -20,3
<b>Jul</b>	P ...	P ...	P ...	P ...	P -19,9	P -13,1	P -37,3	P -25,8	P -59,5	P -46,1	P -38,8	P -63,4	P -16,1	P -26,1
<b>Ago</b>	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P -16,7
<b>Sep</b>	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P ...	P -19,8

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.

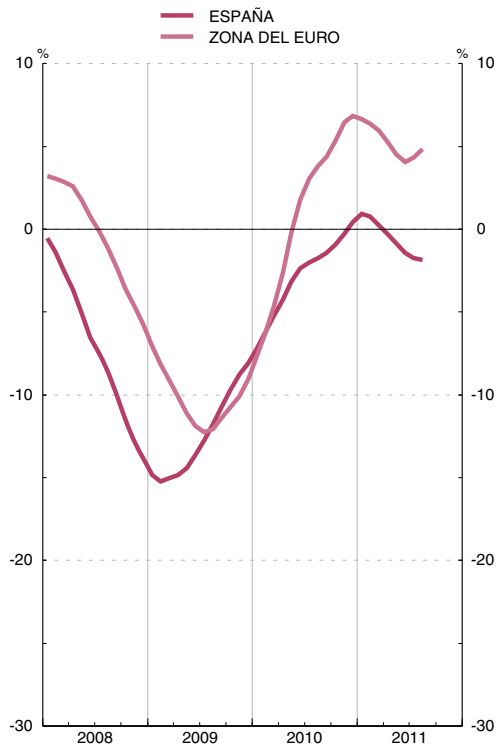
### 3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

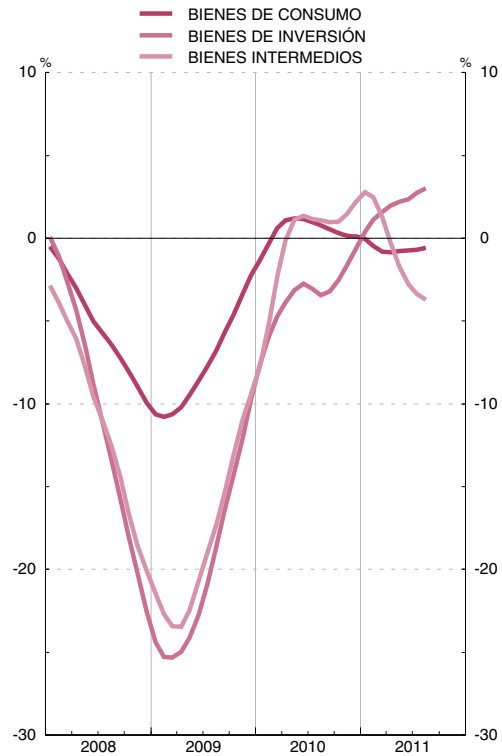
Tasas de variación interanual

		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	Manufactureras	Suministro de energía eléctrica y gas	Del cual		Por destino económico de los bienes			
		Serie original	1 T 12								Total	Manufacturas	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes Intermedios	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
08	MP	98,6	-7,1	-4,6	-8,7	-11,0	1,6	-13,7	-7,8	1,1	-1,6	-1,8	0,1	-3,4		
09	MP	82,6	-16,2	-8,8	-22,5	-21,4	-8,6	-24,3	-17,0	-7,6	-14,8	-15,8	-4,9	-20,8	-19,0	
10	MP	83,4	0,9	0,9	-3,3	2,7	2,5	4,4	0,6	2,9	7,5	7,9	3,3	9,4	10,1	
10 E-A	MP	82,5	1,5	1,5	-2,7	3,9	1,6	6,7	1,3	2,5	7,4	7,8	3,7	7,6	11,4	
11 E-A	MP	82,3	-0,2	-0,9	2,9	-0,2	-2,6	-13,6	0,4	-2,7	5,2	6,5	1,6	11,3	6,1	
10 May	P	86,1	5,1	4,0	0,7	9,7	2,0	15,4	5,0	3,8	10,0	10,0	4,5	10,0	14,6	
Jun	P	89,0	3,2	2,1	1,9	4,6	4,1	7,4	3,6	-0,3	8,7	9,4	4,4	9,9	12,5	
Jul	P	89,7	-2,3	-3,2	-5,9	-2,5	6,0	3,4	-2,9	2,5	7,7	8,1	4,0	10,0	9,9	
Ago	P	63,9	3,4	5,7	-7,4	6,5	3,9	14,8	3,6	1,5	8,4	9,5	4,2	12,9	11,7	
Sep	P	86,1	-1,1	-0,3	-6,7	0,1	2,5	4,6	-1,5	2,2	5,6	6,1	1,4	8,6	7,3	
Oct	P	84,9	-3,5	-3,2	-8,9	-3,3	2,9	4,7	-4,3	2,8	7,3	7,9	3,2	13,2	7,7	
Nov	P	90,3	3,4	1,4	2,0	4,1	8,5	-7,6	3,2	7,3	8,2	8,6	3,4	13,2	8,1	
Dic	P	79,4	0,4	0,8	-3,5	0,9	3,7	-2,1	0,1	2,6	8,9	9,3	2,0	16,7	8,1	
11 Ene	P	80,5	5,0	3,5	5,0	7,1	3,8	-3,8	5,4	3,3	6,2	8,0	0,7	13,0	9,5	
Feb	P	83,5	3,3	0,1	5,1	6,6	0,2	-10,9	4,3	-2,3	7,7	9,6	2,7	15,1	10,0	
Mar	P	92,4	1,3	-3,2	3,1	5,6	-1,8	-9,0	1,7	-0,6	5,7	6,9	1,0	11,5	7,5	
Abr	P	78,9	-4,0	-6,1	-1,4	-4,1	-3,2	-15,9	-3,7	-5,5	5,4	6,8	4,0	10,7	5,4	
May	P	87,1	1,2	2,9	6,4	-2,2	-1,0	-14,8	1,9	-1,7	4,3	6,0	2,6	10,7	4,5	
Jun	P	86,7	-2,6	-1,5	0,3	-4,2	-5,2	-14,7	-2,4	-2,3	2,8	3,6	0,5	6,8	3,1	
Jul	P	85,1	-5,1	-4,3	-0,8	-6,2	-10,1	-15,2	-4,5	-9,2	4,4	5,2	-0,2	11,9	4,2	
Ago	P	64,3	0,6	3,1	9,4	-3,2	-3,0	-22,9	2,0	-4,0	5,3	6,5	1,9	12,2	5,3	

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



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



FUENTES: INE y BCE.

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

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

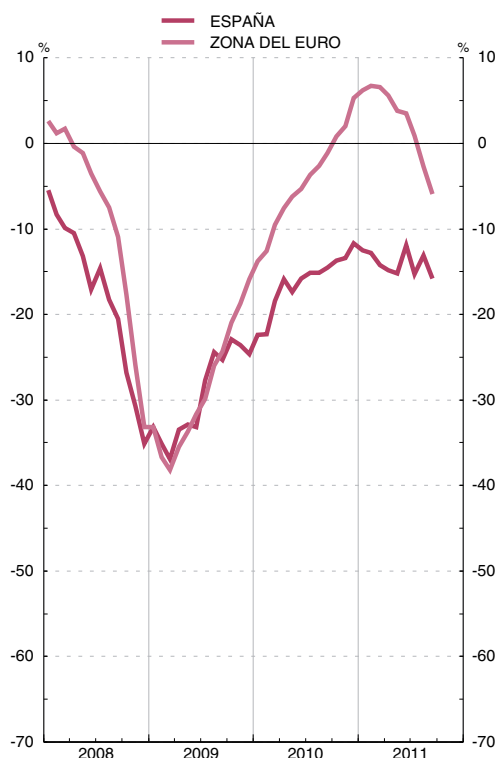
### 3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)

■ Serie representada gráficamente.

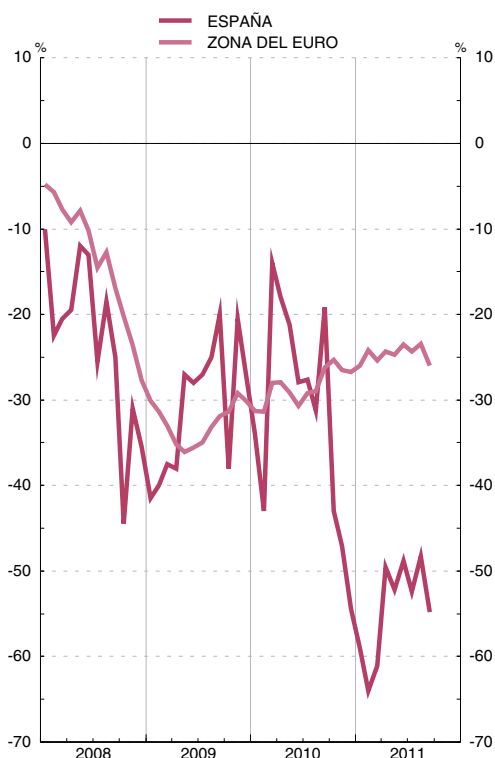
Saldo

		Industria, sin construcción									Construcción					Pro memoria: zona del euro (b)			
		Indicador del clima industrial (a)	Producción tres últimos meses (a)	Tendencia de la producción (a)	Cartera de pedidos total (a)	Cartera de pedidos extranjeros (a)	Nivel de existencias (a)	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construcción	Nivel de producción	Nivel de contratación	Tendencia		Industria, sin construcción		Indicador del clima en la construcción
								Consumo (a)	Equipo (a)	Intermedios (a)	Otros sectores (a)				Producción	Contratación	Indicador del clima industrial	Cartera de pedidos	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
08	M	-18	-16	-8	-24	-17	21	-12	-8	-27	-3	-23	-2	-20	-16	-16	-8	-13	-13
09	M	-29	-34	-11	-54	-52	23	-19	-26	-38	-44	-31	-20	-32	-13	-19	-29	-57	-33
10	M	-16	-8	-1	-37	-29	11	-10	-14	-18	-52	-32	-19	-31	-26	-33	-5	-25	-28
10 E-S	M	-17	-9	-1	-40	-32	12	-10	-16	-20	-51	-26	-16	-27	-16	-27	-7	-30	-29
11 E-S	M	-14	-8	-2	-29	-22	11	-10	-10	-15	-49	-54	-23	-50	-43	-39	3	-4	-25
10 Jun		-16	-1	1	-36	-27	12	-9	-17	-15	-52	-28	9	-39	-26	-37	-5	-26	-31
Jul		-15	7	1	-35	-29	11	-10	-9	-18	-51	-28	0	-30	-6	-4	-4	-21	-29
Ago		-15	1	-3	-33	-22	9	-6	-14	-17	-63	-31	1	-18	-46	-47	-3	-18	-29
Sep		-15	1	-4	-33	-22	7	-10	-12	-18	-34	-19	-34	-21	-2	-43	-1	-16	-26
Oct		-14	-7	-2	-30	-9	9	-10	-13	-14	-54	-43	-25	-32	-55	-55	1	-13	-25
Nov		-13	-7	-3	-29	-24	8	-9	-11	-14	-59	-47	-29	-43	-56	-44	2	-11	-27
Dic		-12	-7	2	-28	-26	10	-7	-5	-14	-52	-54	-29	-51	-51	-48	5	-5	-27
11 Ene		-13	-7	0	-28	-20	10	-9	-5	-15	-55	-59	-35	-67	-41	-24	6	-3	-26
Feb		-13	-14	1	-29	-27	10	-9	-10	-12	-55	-64	-42	-58	-50	-51	7	-1	-24
Mar		-14	-7	-2	-30	-24	11	-12	-12	-13	-50	-61	-48	-58	-43	-21	7	0	-25
Abr		-15	-6	-4	-29	-21	12	-9	-14	-13	-65	-50	-10	-47	-43	-27	6	0	-24
May		-15	-7	-5	-29	-22	12	-11	-12	-15	-61	-52	-6	-47	-24	-31	4	-3	-25
Jun		-12	-6	-2	-27	-17	6	-10	-4	-14	-29	-49	-6	-41	-27	-31	4	-1	-24
Jul		-15	-6	-5	-28	-20	14	-9	-13	-18	-43	-52	-9	-40	-62	-65	1	-5	-24
Ago		-13	-7	0	-30	-24	10	-12	-6	-16	-42	-48	-10	-45	-47	-49	-3	-9	-23
Sep		-16	-11	-4	-32	-28	12	-8	-15	-21	-42	-55	-38	-46	-51	-56	-6	-12	-26

CLIMA EN LA INDUSTRIA  
Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN  
Saldos



FUENTES: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y BCE.

a. Corregidos de variaciones estacionales.

b. Hasta abril 2010, CNAE 1993; desde mayo 2010, CNAE 2009.

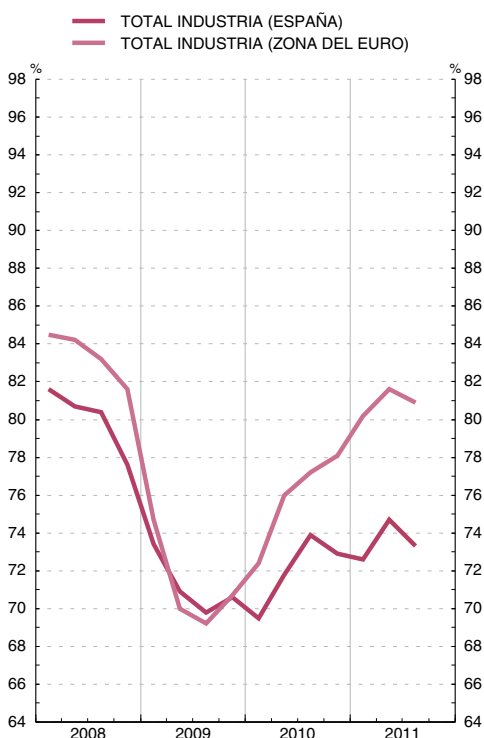
### 3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)

■ Serie representada gráficamente.

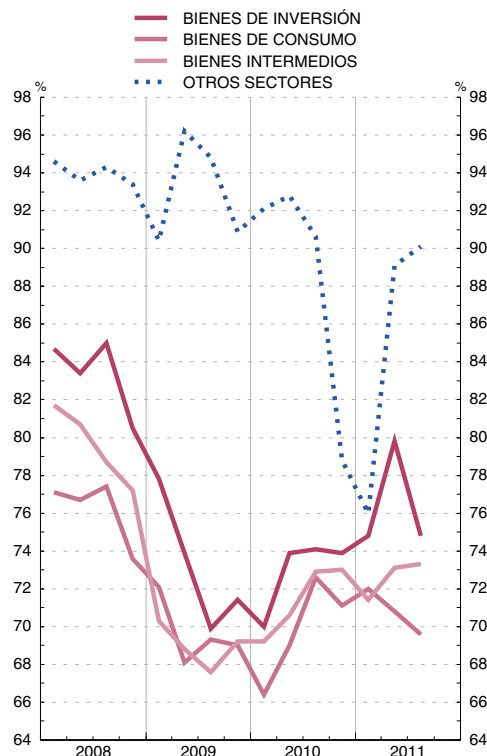
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores (a)			Pro memoria: zona del euro. Utilización de la capacidad productiva (b) (%)
	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	
	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>08</b>	80,1	80,4	7	76,2	77,3	8	83,4	83,3	6	79,6	79,7	7	94,0	94,5	-0	83,4
<b>09</b>	71,2	71,4	26	69,6	70,7	18	73,3	73,6	25	69,0	68,5	34	93,1	94,3	1	71,1
<b>10</b>	72,0	72,8	22	69,8	70,5	18	73,0	72,5	23	71,4	72,9	24	88,6	90,5	18	75,9
<b>10 I-III</b>	71,7	73,1	20	69,3	70,3	16	72,7	73,3	22	70,9	73,0	24	91,8	92,4	0	75,2
<b>11 I-III</b>	73,5	74,2	18	70,8	72,0	18	76,5	76,0	13	72,6	73,5	21	85,1	86,8	3	80,9
<b>09 I</b>	73,4	72,9	22	72,1	71,8	9	77,8	76,2	17	70,3	70,1	36	90,4	92,7	-	74,7
<b>II</b>	70,9	71,4	26	68,1	69,8	20	73,9	73,9	22	68,8	68,7	35	96,2	96,7	-	70,0
<b>III</b>	69,8	70,7	30	69,3	70,8	19	69,9	70,6	38	67,6	68,4	36	94,8	95,8	3	69,2
<b>IV</b>	70,6	70,4	24	69,0	70,4	23	71,4	73,7	22	69,2	66,7	28	90,9	91,9	-	70,7
<b>10 I</b>	69,5	70,7	25	66,4	67,1	20	70,0	71,0	26	69,2	70,9	30	92,1	92,8	0	72,4
<b>II</b>	71,8	73,9	21	69,0	70,1	19	73,9	74,3	22	70,6	74,3	24	92,8	93,6	-	76,0
<b>III</b>	73,9	74,6	15	72,6	73,6	10	74,1	74,5	19	72,9	73,8	18	90,6	90,9	0	77,2
<b>IV</b>	72,9	72,1	26	71,1	71,3	21	73,9	70,3	25	73,0	72,4	24	78,8	84,5	73	78,1
<b>11 I</b>	72,6	73,4	16	72,0	72,6	13	74,8	75,0	15	71,4	72,7	20	76,0	78,4	3	80,2
<b>II</b>	74,7	75,8	17	70,8	72,7	20	79,8	79,6	9	73,1	74,2	21	89,1	91,9	-	81,6
<b>III</b>	73,3	73,4	20	69,6	70,7	20	74,8	73,5	16	73,3	73,5	22	90,1	90,0	6	80,9

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA  
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES  
Porcentajes



FUENTES: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y BCE.

a. Incluye las industrias extractivas y refino de petróleo, coquerías y combustibles nucleares.

b. Hasta abril 2010, CNAE 1993; desde mayo 2010, CNAE 2009.

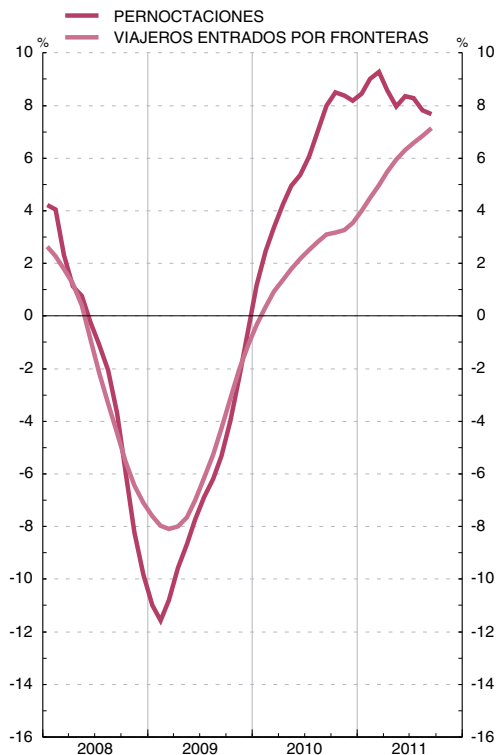
### 3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

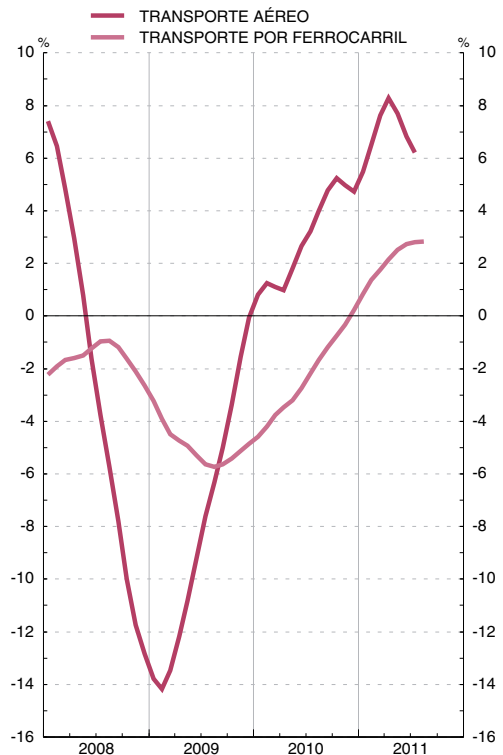
Tasas de variación interanual

	Viajeros alojados en hoteles (a)		Pernoctaciones efectuadas (a)		Viajeros entrados por fronteras			Transporte aéreo				Transporte marítimo		Transporte por ferrocarril		
	Total	Extranjeros	Total	Extranjeros	Total	Turistas	Excursionistas	Pasajeros			Mercancías	Pasajeros	Mercancías	Viajeros	Mercancías	
								Total	En vuelos nacionales	En vuelos internacionales						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
08	-1,7	-0,1	-1,2	0,2	-1,3	-2,5	0,6	-3,0	-7,5	0,3	0,0	-0,0	-2,1	-0,7	-10,3	
09	-7,2	-10,8	-6,9	-9,6	-5,9	-8,8	-1,9	-8,0	-8,0	-8,0	-9,6	-5,7	-12,9	-5,7	-24,8	
10	5,7	10,6	5,5	7,6	2,0	0,9	3,4	3,0	1,3	4,1	15,8	3,2	4,6	-3,0		
10 E-S	P	6,1	11,2	6,4	8,8	2,5	0,8	4,7	2,5	1,1	3,5	19,1	3,8	3,2	-3,1	-1,4
11 E-S	P	5,0	11,8	7,3	13,5	6,7	8,0	5,1	...	...	...	...	...	...	...	
10 Jun		6,0	7,5	4,9	4,3	4,5	1,6	9,4	3,4	1,0	4,9	17,6	5,3	3,5	-4,2	4,7
Jul		7,7	14,7	6,2	9,8	3,0	4,5	0,7	3,8	-1,6	7,0	10,0	4,6	7,1	-2,2	5,3
Ago		5,9	13,8	7,3	13,4	2,7	3,9	1,3	3,8	-1,5	7,0	10,6	-2,9	3,7	-2,4	-0,9
Sep	P	6,5	13,9	7,0	11,6	8,0	4,3	14,1	5,8	2,4	7,9	4,1	9,9	2,7	0,0	-14,4
Oct	P	8,9	13,2	8,5	10,2	3,6	4,2	2,7	8,9	6,5	10,4	6,7	1,9	7,7	-2,0	-3,7
Nov	P	4,6	13,1	5,6	12,0	0,2	2,7	-2,5	5,5	4,0	6,7	10,9	1,3	8,1	-1,5	-3,9
Dic	P	3,8	7,5	3,5	3,4	-4,9	-4,6	-5,1	-2,0	-4,6	0,2	5,9	-1,0	9,8	-0,6	-14,6
11 Ene	P	2,9	8,5	4,6	9,0	6,1	4,7	7,5	6,4	2,7	9,3	9,2	-23,2	6,0	0,4	-7,6
Feb	P	3,2	7,0	5,4	9,6	3,9	4,3	3,6	4,9	-0,6	9,5	5,9	-3,1	7,8	4,2	14,7
Mar	P	1,0	11,1	4,9	13,5	0,2	0,6	-0,2	4,8	0,5	8,3	4,0	-18,1	2,5	5,4	17,3
Abr	P	8,5	13,3	11,9	20,6	13,3	20,9	4,1	20,7	4,3	33,5	-8,8	0,4	5,5	-1,5	2,7
May	P	-0,8	6,9	1,6	9,3	3,5	4,2	2,3	6,4	0,9	9,7	2,9	0,9	6,9	3,6	11,4
Jun	P	8,4	18,0	10,9	18,1	11,1	8,5	15,4	6,8	-0,2	11,0	3,6	-6,0	4,6	5,2	8,3
Jul	P	7,2	13,5	8,9	14,1	6,0	7,2	4,1	6,7	0,5	10,3	4,5	...	...	1,3	6,9
Ago	P	5,6	13,0	6,2	12,2	6,8	9,4	3,8	...	...	...	...	...	...	3,7	...
Sep	P	6,0	10,3	8,4	12,4	8,1	9,2	6,5	...	...	...	...	...	...	...	...

TURISMO  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



TRANSPORTE  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: INE e Instituto de Estudios Turísticos (Estadística de Movimientos Turísticos en Frontera).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadros 14 y 15.

a. Información procedente de los directorios hoteleros. Desde enero de 2006, se ha ampliado el ámbito temporal de recogida de la información a todos los días del mes. Debido a distintas actualizaciones en los directorios de establecimientos hoteleros, no son directamente comparables los datos de distintos años. Existen coeficientes de enlace para los períodos: año 2005; junio 2009-mayo2010; julio 2010-julio 2011.

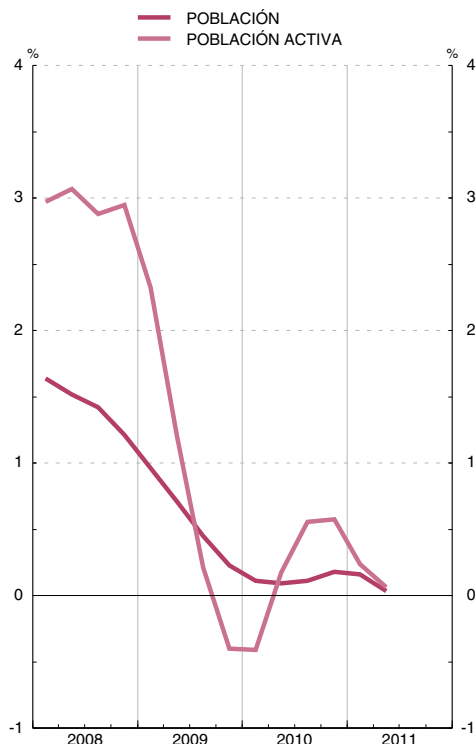
#### 4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

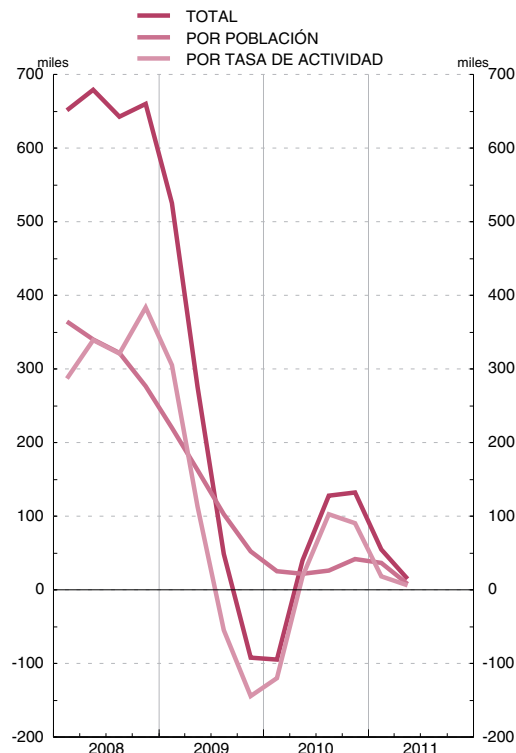
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Población mayor de 16 años				Población activa					
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de actividad (%) (a)	Miles de personas (a)	Variación interanual (b)			1 T 4	
							Total (Miles de personas)	Por población (Miles de personas)	Por tasa de actividad (Miles de personas)		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	
08	M	38 208	545	1,4	59,80	22 848	658	326	333	3,0	
09	M	38 432	224	0,6	59,95	23 037	189	134	55	0,8	
10	M	38 479	48	0,1	60,00	23 089	51	29	23	0,2	
10 I-II	M	38 459	39	0,1	59,97	23 065	-55	47	-101	-0,1	
11 I-II	M	38 497	37	0,1	60,00	23 099	69	45	25	0,2	
08 IV		38 357	460	1,2	60,13	23 065	660	276	384	2,9	
09 I		38 409	366	1,0	60,15	23 102	525	220	305	2,3	
II		38 432	271	0,7	60,06	23 082	276	162	113	1,2	
III		38 443	172	0,4	59,81	22 994	48	103	-54	0,2	
IV		38 443	87	0,2	59,76	22 973	-92	52	-144	-0,4	
10 I		38 451	42	0,1	59,83	23 007	-95	25	-120	-0,4	
II		38 468	36	0,1	60,11	23 122	40	22	18	0,2	
III		38 485	43	0,1	60,08	23 122	128	26	102	0,6	
IV		38 512	69	0,2	59,99	23 105	132	42	91	0,6	
11 I		38 512	61	0,2	59,88	23 062	55	37	18	0,2	
II		38 481	13	0,0	60,12	23 137	14	8	6	0,1	

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA  
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA  
Variaciones interanuales



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

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

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

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

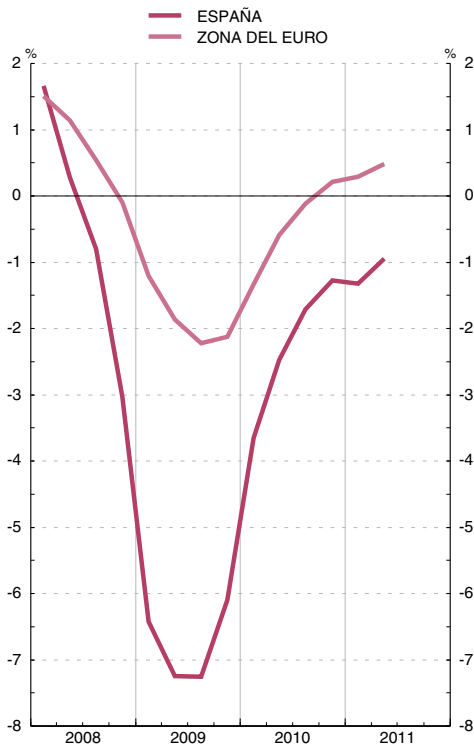
## 4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

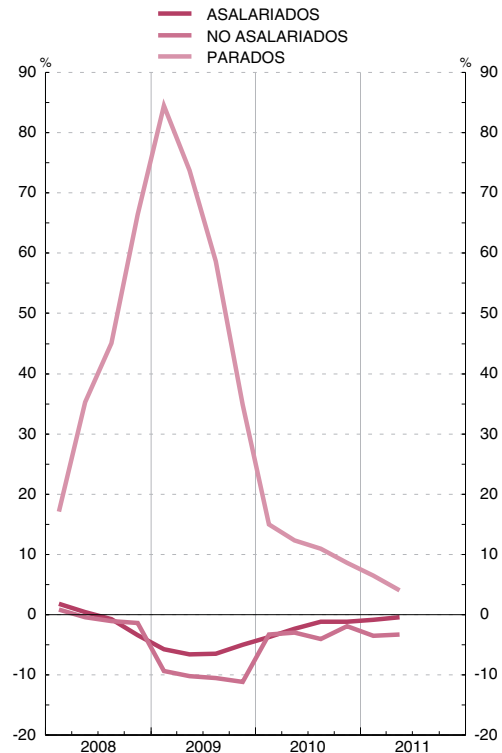
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados			Pro memoria: zona del euro		
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas (a)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	Ocupados 1 T 4	Tasa de paro (%)
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4						
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
08	M	20 258	-98	-0,5	16 681	-79	-0,5	3 576	-20	-0,5	2 591	757	41,3	11,33	0,8	7,67
09	M	18 888	-1 370	-6,8	15 681	-1 001	-6,0	3 207	-369	-10,3	4 150	1 559	60,2	18,01	-1,9	9,58
10	M	18 457	-431	-2,3	15 347	-334	-2,1	3 110	-98	-3,0	4 632	483	11,6	20,07	-0,5	10,14
10 I-II	M	18 436	-582	-3,1	15 308	-482	-3,1	3 127	-101	-3,1	4 629	555	13,6	20,07	-1,0	10,16
11 I-II	M	18 227	-208	-1,1	15 207	-102	-0,7	3 021	-106	-3,4	4 872	243	5,2	21,09	0,4	9,96
08 IV		19 857	-620	-3,0	16 308	-568	-3,4	3 549	-52	-1,4	3 208	1 280	66,4	13,91	-0,1	8,16
09 I		19 091	-1 312	-6,4	15 843	-974	-5,8	3 248	-337	-9,4	4 011	1 837	84,5	17,36	-1,2	8,98
II		18 945	-1 480	-7,2	15 737	-1 116	-6,6	3 208	-364	-10,2	4 138	1 756	73,7	17,92	-1,9	9,47
III		18 870	-1 476	-7,3	15 650	-1 096	-6,5	3 220	-380	-10,6	4 123	1 525	58,7	17,93	-2,2	9,84
IV		18 646	-1 211	-6,1	15 493	-816	-5,0	3 153	-395	-11,1	4 327	1 119	34,9	18,83	-2,1	10,04
10 I		18 394	-697	-3,6	15 253	-590	-3,7	3 141	-107	-3,3	4 613	602	15,0	20,05	-1,3	10,13
II		18 477	-468	-2,5	15 363	-373	-2,4	3 113	-95	-3,0	4 646	508	12,3	20,09	-0,6	10,20
III		18 547	-323	-1,7	15 456	-194	-1,2	3 090	-130	-4,0	4 575	451	10,9	19,79	-0,1	10,15
IV		18 408	-238	-1,3	15 314	-178	-1,2	3 094	-59	-1,9	4 697	370	8,6	20,33	0,2	10,08
11 I		18 152	-243	-1,3	15 121	-133	-0,9	3 031	-110	-3,5	4 910	298	6,4	21,29	0,3	9,96
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	9,96

OCUPADOS  
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE  
Tasas de variación interanual



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

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

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

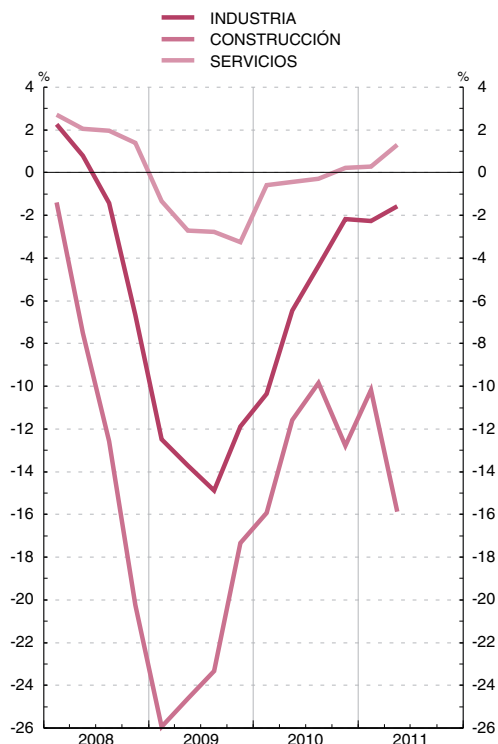
### 4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

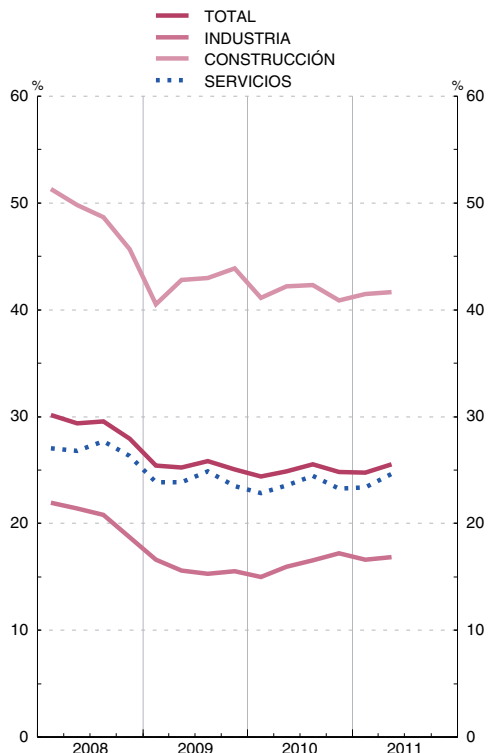
Tasas de variación interanual y porcentajes

		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria: Ocupados ramas no agrarias	
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
08	M	-0,5	-0,5	29,2	-5,1	-8,0	58,0	-1,3	-1,3	20,7	-10,4	-12,2	48,9	2,0	2,3	27,0	-0,3	
09	M	-6,8	-6,0	25,4	-4,0	-0,1	59,0	-13,3	-13,1	15,8	-23,0	-25,0	42,6	-2,5	-1,3	24,0	-6,9	
10	M	-2,3	-2,1	24,9	0,9	5,4	59,1	-5,9	-5,2	16,2	-12,6	-14,9	41,6	-0,3	-0,1	23,5	-2,4	
10	I-II	M	-3,1	-3,1	24,6	-0,7	1,8	59,9	-8,4	-8,3	15,5	-13,8	-16,0	41,7	-0,5	-0,4	23,2	-2,5
11	I-II	M	-1,1	-0,7	25,1	-5,5	-4,2	57,7	-1,9	-1,4	16,7	-13,0	-12,3	41,6	0,8	0,9	24,0	-0,8
08	IV		-3,0	-3,4	27,9	-4,8	-3,4	59,8	-6,7	-7,7	18,7	-20,2	-23,8	45,7	1,4	1,7	26,3	-3,0
09	I		-6,4	-5,8	25,4	-3,0	3,3	63,0	-12,5	-12,0	16,6	-25,9	-29,9	40,5	-1,3	0,0	23,9	-6,6
	II		-7,2	-6,6	25,2	-4,2	0,8	57,1	-13,7	-14,0	15,6	-24,6	-26,4	42,8	-2,7	-1,6	23,9	-7,4
	III		-7,3	-6,5	25,9	-6,4	-3,5	56,9	-14,9	-15,0	15,3	-23,3	-24,5	43,0	-2,8	-1,7	24,9	-7,3
	IV		-6,1	-5,0	25,1	-2,6	-1,5	59,2	-11,9	-11,4	15,5	-17,3	-17,6	43,9	-3,3	-1,8	23,5	-6,2
10	I		-3,6	-3,7	24,4	-0,3	2,4	62,7	-10,4	-10,9	15,0	-15,9	-17,2	41,1	-0,6	-0,5	22,8	-3,8
	II		-2,5	-2,4	24,9	-1,1	1,1	57,1	-6,4	-5,6	15,9	-11,6	-14,8	42,2	-0,4	-0,2	23,6	-2,5
	III		-1,7	-1,2	25,6	2,3	11,2	55,4	-4,4	-3,2	16,5	-9,8	-12,3	42,3	-0,3	0,2	24,5	-1,9
	IV		-1,3	-1,2	24,8	2,8	7,7	61,3	-2,2	-0,7	17,2	-12,8	-15,1	40,9	0,2	0,1	23,3	-1,5
11	I		-1,3	-0,9	24,8	-6,2	-4,6	59,1	-2,3	-1,1	16,6	-10,2	-9,0	41,5	0,3	0,2	23,4	-1,1
	II		-0,9	-0,5	25,5	-4,8	-3,8	56,2	-1,6	-1,8	16,8	-15,9	-15,6	41,7	1,3	1,6	24,7	-0,8

OCUPADOS  
Tasas de variación interanual



RATIOS DE TEMPORALIDAD  
Porcentajes



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

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

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



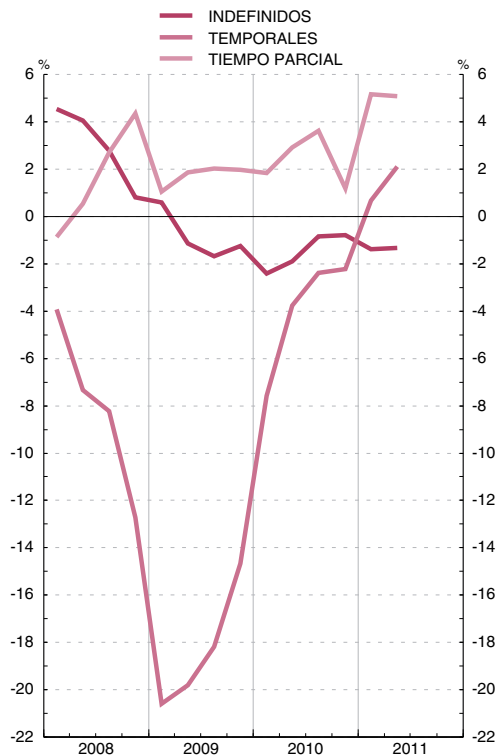
#### 4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

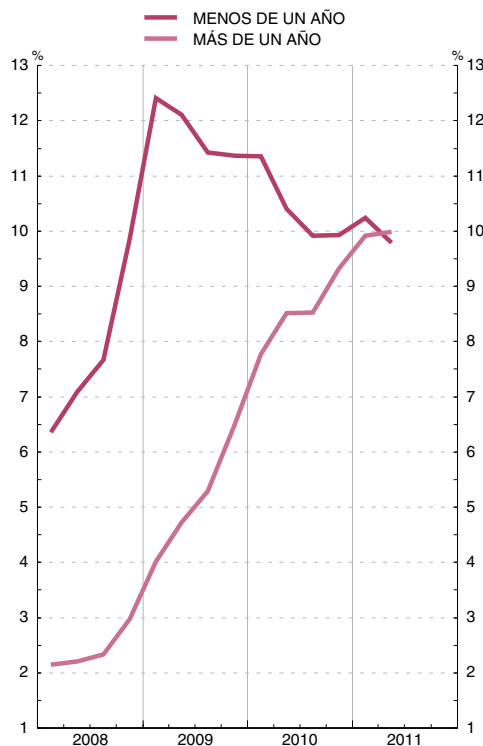
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Asalariados								Parados					
		Por tipo de contrato				Por duración de jornada				Por duración					
		Indefinido		Temporal		Tiempo completo		Tiempo parcial		Menos de un año		Más de un año			
		Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	T 4	Tasa de paro (%) (a)	T 4
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
08	M	348	3,0	-426	-8,0	29,25	-112	-0,8	33	1,6	12,33	7,75	55,5	2,41	27,0
09	M	-102	-0,9	-898	-18,4	25,40	-1 036	-7,1	36	1,7	13,34	11,83	53,8	5,13	114,0
10	M	-175	-1,5	-159	-4,0	24,91	-384	-2,8	50	2,4	13,95	10,40	-11,9	8,53	66,7
10	I-II	-254	-2,2	-227	-5,7	24,63	-436	-3,2	50	2,4	14,10	10,88	-11,4	8,14	86,3
11	I-II	-155	-1,3	53	1,4	25,15	-182	-1,4	111	5,1	14,92	10,01	-7,8	9,95	22,4
08	IV	96	0,8	-664	-12,7	27,93	-656	-4,4	88	4,3	12,92	9,86	83,6	2,97	56,8
09	I	70	0,6	-1 045	-20,6	25,41	-996	-6,8	22	1,1	13,22	12,42	99,7	4,01	91,0
	II	-135	-1,1	-981	-19,8	25,24	-1 155	-7,8	39	1,9	13,48	12,11	72,9	4,72	117,2
	III	-197	-1,7	-899	-18,2	25,85	-1 136	-7,7	40	2,0	12,79	11,42	49,2	5,29	127,2
	IV	-148	-1,3	-668	-14,7	25,08	-857	-6,0	42	2,0	13,87	11,37	14,8	6,50	117,8
10	I	-285	-2,4	-305	-7,6	24,39	-628	-4,6	39	1,8	13,99	11,36	-8,9	7,77	93,0
	II	-224	-1,9	-149	-3,8	24,88	-436	-3,2	62	2,9	14,21	10,40	-14,0	8,51	80,6
	III	-98	-0,8	-96	-2,4	25,56	-266	-2,0	73	3,6	13,42	9,92	-12,7	8,52	61,9
	IV	-93	-0,8	-86	-2,2	24,82	-204	-1,5	26	1,2	14,20	9,93	-12,2	9,33	44,3
11	I	-158	-1,4	26	0,7	24,77	-243	-1,8	110	5,2	14,84	10,24	-9,6	9,92	27,9
	II	-152	-1,3	81	2,1	25,52	-182	-1,4	111	5,1	15,01	9,79	-5,8	9,98	17,4

ASALARIADOS  
Tasas de variación interanual



PARADOS  
Tasa de paro



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

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

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

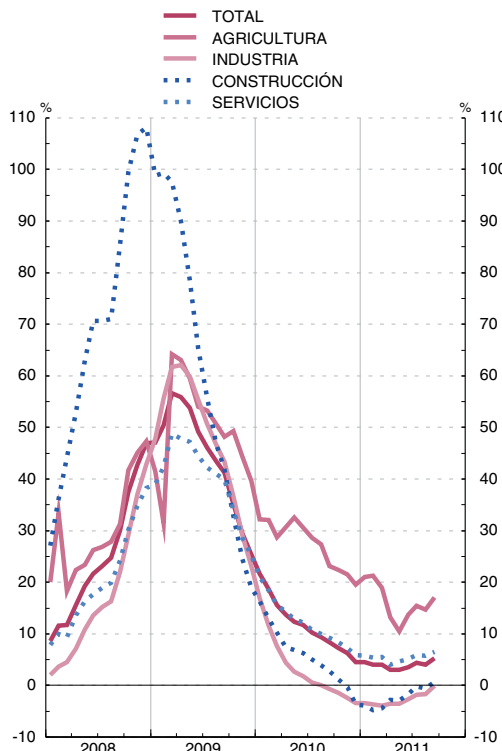
#### 4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

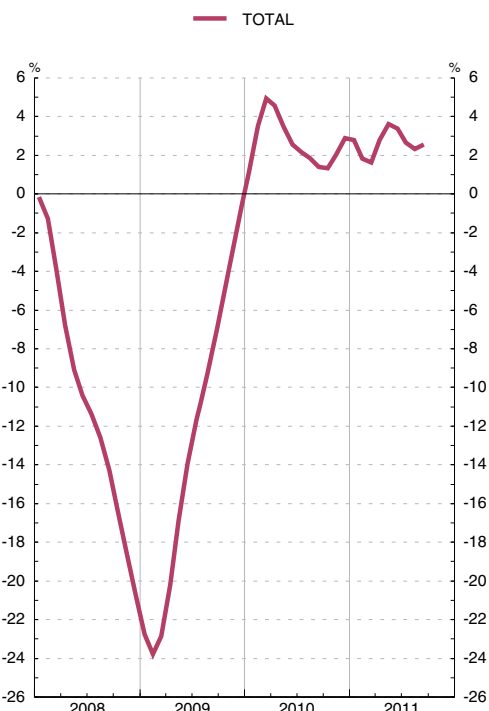
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos					Colocaciones	
		Total			Sin empleo anterior(a)	Anteriormente empleados (a)					Total		Porcentaje s/total			Total		
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 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	Agri-cultura	No agrícola										Miles de personas
		7	6	Total	Industria	Construcción	Servicios	11	12	13	14	15	16	17				
08	M	2 540	501	24,6	7,9	26,6	30,6	26,5	17,0	71,1	20,1	1 383	-10,9	11,39	25,61	88,61	1 358	-9,8
09	M	3 644	1 104	43,5	35,7	45,3	49,9	45,2	47,7	62,5	40,0	1 168	-15,5	9,41	27,97	90,59	1 165	-14,2
10	M	4 061	417	11,4	35,1	9,9	27,4	9,4	3,1	5,7	12,1	1 201	2,8	8,55	29,26	91,45	1 191	2,3
10	E-S	4 048	478	13,4	38,8	11,7	29,5	11,2	5,0	8,0	13,8	1 180	2,9	8,59	28,76	91,41	1 177	2,8
11	E-S	4 209	161	4,0	14,8	3,1	16,2	2,6	-2,7	-2,3	5,4	1 195	1,2	8,09	30,46	91,91	1 206	2,5
10	Ago	3 970	341	9,4	30,1	7,8	27,3	7,2	0,0	3,9	10,0	1 010	6,9	6,62	28,59	93,38	1 021	6,0
	Sep	4 018	308	8,3	26,3	6,9	23,1	6,4	-0,7	2,8	9,2	1 390	2,6	8,78	31,88	91,22	1 442	3,1
	Oct	4 086	278	7,3	23,9	5,9	22,4	5,4	-1,4	1,1	8,4	1 346	-0,9	8,80	33,12	91,20	1 295	-6,1
	Nov	4 110	241	6,2	24,1	4,8	21,5	4,2	-2,4	-0,4	7,2	1 257	4,4	8,60	30,86	91,40	1 243	4,5
	Dic	4 100	176	4,5	24,7	2,9	19,5	2,4	-3,4	-3,7	5,8	1 190	4,6	7,83	28,24	92,17	1 165	5,4
11	Ene	4 231	183	4,5	25,5	2,9	21,0	2,3	-3,4	-3,9	5,7	1 116	6,3	9,21	26,03	90,79	1 116	8,3
	Feb	4 299	169	4,1	24,0	2,5	21,3	1,9	-3,7	-4,7	5,4	1 011	-1,6	9,33	28,08	90,67	1 004	-1,9
	Mar	4 334	167	4,0	20,8	2,6	18,9	2,1	-3,9	-4,4	5,5	1 155	-2,9	9,62	29,94	90,38	1 148	-2,5
	Abr	4 269	127	3,1	16,3	1,9	13,2	1,5	-3,6	-2,8	4,1	1 067	-1,1	9,02	31,13	90,98	1 083	1,3
	May	4 190	123	3,0	12,5	2,2	10,5	1,9	-3,5	-3,0	4,7	1 289	9,0	8,00	30,28	92,00	1 306	9,0
	Jun	4 122	139	3,5	9,3	3,0	13,7	2,6	-2,7	-1,7	5,1	1 313	1,1	7,23	31,54	92,77	1 304	4,8
	Jul	4 080	171	4,4	8,8	4,0	15,5	3,6	-1,8	-0,2	5,9	1 349	-3,4	6,66	33,44	93,34	1 346	-2,9
	Ago	4 131	161	4,1	7,2	3,8	14,7	3,4	-1,7	-0,6	5,8	1 061	5,1	6,23	30,37	93,77	1 075	5,3
	Sep	4 227	209	5,2	8,9	4,8	17,0	4,4	-0,1	0,7	6,6	1 394	0,2	7,51	33,30	92,49	1 473	2,2

PARO REGISTRADO  
Tasas de variación interanual



COLOCACIONES  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTE: Instituto de Empleo Servicio Público de Empleo Estatal (INEM).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 16 y 17.

a. Hasta diciembre de 2008, CNAE 1993; desde enero de 2009, CNAE 2009.

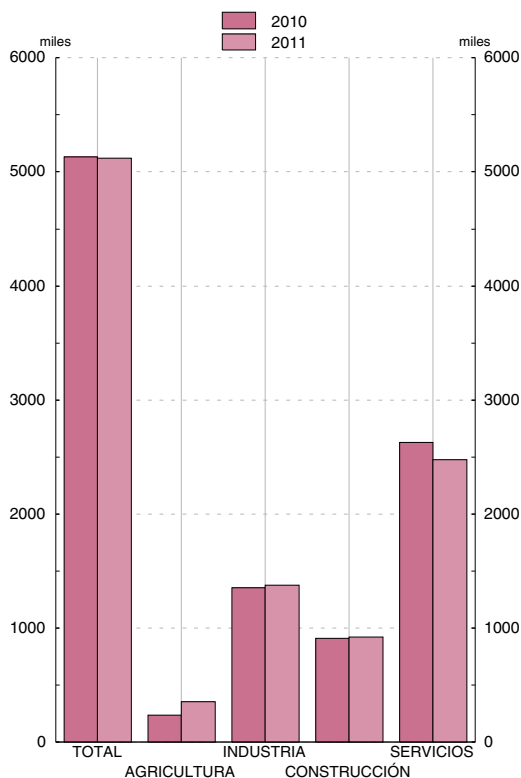
#### 4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

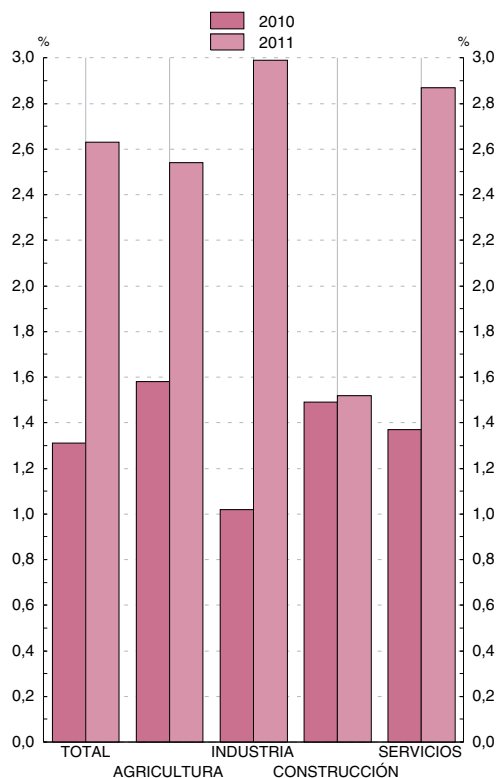
Miles de personas y porcentajes

	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro														
	Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%) (b)	Miles de trabajadores afectados (a)							Incremento salarial medio pactado							
			Por re- visados	Por firmados	Total	Variación inter-anual	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	Por re- visados	Por firmados	Total	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios
1	2	3	4	5	6	7 (c)	8 (c)	9 (c)	10 (c)	11	12	13	14 (c)	15 (c)	16 (c)	17 (c)	
<b>08</b>	11 968	3,60	7 069	1 733	8 802	390	406	2 419	1 070	4 907	3,48	3,80	3,54	3,21	3,39	3,64	3,62
<b>09</b>	11 558	2,24	7 611	1 064	8 676	-126	483	2 063	1 158	4 971	2,62	2,35	2,59	2,39	2,48	3,57	2,43
<b>10</b>	9 544	2,20	6 071	1 023	7 093	-1 583	557	1 699	1 084	3 753	1,32	1,20	1,30	1,35	1,08	1,49	1,34
<b>10 Abr</b>	9 410	2,20	2 625	156	2 781	-3 993	224	715	40	1 802	1,29	1,04	1,27	1,46	0,94	0,90	1,39
<b>May</b>	9 415	2,20	2 890	194	3 083	-3 915	234	831	41	1 978	1,33	1,06	1,31	1,59	1,04	0,90	1,40
<b>Jun</b>	9 460	2,19	3 396	208	3 604	-3 781	234	1 060	81	2 229	1,31	1,06	1,30	1,59	1,00	1,76	1,39
<b>Jul</b>	9 480	2,19	3 548	224	3 771	-3 665	235	1 100	66	2 371	1,30	1,13	1,29	1,58	1,02	1,41	1,38
<b>Ago</b>	9 481	2,19	3 766	290	4 056	-3 391	236	1 319	66	2 435	1,29	1,10	1,28	1,58	1,01	1,41	1,39
<b>Sep</b>	9 502	2,19	4 786	344	5 130	-2 698	238	1 354	910	2 628	1,32	1,09	1,31	1,58	1,02	1,49	1,37
<b>Oct</b>	9 543	2,20	5 381	821	6 202	-2 183	429	1 537	1 084	3 153	1,33	1,10	1,30	1,39	1,04	1,49	1,34
<b>Nov</b>	9 543	2,20	6 047	917	6 964	-1 625	520	1 664	1 084	3 696	1,32	1,09	1,29	1,32	1,08	1,49	1,32
<b>Dic</b>	9 544	2,20	6 071	1 023	7 093	-1 583	557	1 699	1 084	3 753	1,32	1,20	1,30	1,35	1,08	1,49	1,34
<b>11 Ene</b>	4 788	2,58	1 372	0	1 373	219	210	438	12	712	2,98	0,50	2,98	2,90	2,95	1,62	3,04
<b>Feb</b>	4 802	2,59	2 230	0	2 230	837	263	712	32	1 223	3,12	0,50	3,12	2,81	3,16	3,45	3,15
<b>Mar</b>	4 934	2,61	2 754	26	2 780	901	263	1 064	155	1 298	3,08	1,66	3,06	2,81	3,27	1,81	3,10
<b>Abr</b>	5 037	2,64	2 984	41	3 025	244	263	1 149	228	1 384	3,03	1,63	3,01	2,81	3,17	1,72	3,14
<b>May</b>	5 038	2,64	3 935	71	4 007	923	263	1 193	644	1 906	2,82	1,95	2,80	2,81	3,11	1,58	3,02
<b>Jun</b>	5 040	2,64	4 355	365	4 719	1 116	345	1 270	854	2 251	2,82	1,41	2,71	2,55	3,08	1,52	2,97
<b>Jul</b>	5 121	2,63	4 495	509	5 004	1 232	351	1 306	918	2 429	2,77	1,59	2,65	2,53	3,04	1,52	2,89
<b>Ago</b>	5 121	2,63	4 506	518	5 024	968	351	1 309	919	2 445	2,77	1,60	2,65	2,53	3,04	1,52	2,88
<b>Sep</b>	5 121	2,63	4 513	609	5 122	-7	352	1 374	919	2 476	2,77	1,64	2,63	2,54	2,99	1,52	2,87

TRABAJADORES AFECTADOS  
Enero-septiembre



INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO  
Enero-septiembre



FUENTE: Ministerio de Trabajo e Inmigración (MTIN), Estadística de Convenios Colectivos de Trabajo. Avance mensual.

a. Datos acumulados.

b. Hasta el año 2010, incorpora las revisiones por cláusula de salvaguarda. El año 2011 no incorpora tales revisiones.

c. Hasta diciembre 2008, CNAE 1993; desde enero 2009, CNAE 2009.

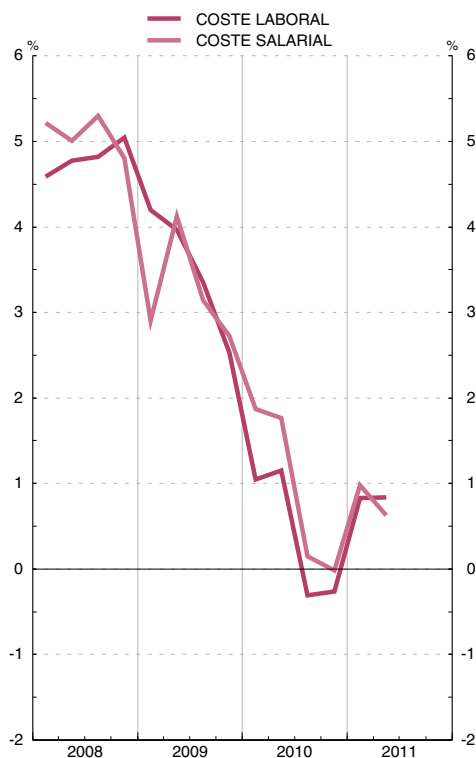
#### 4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

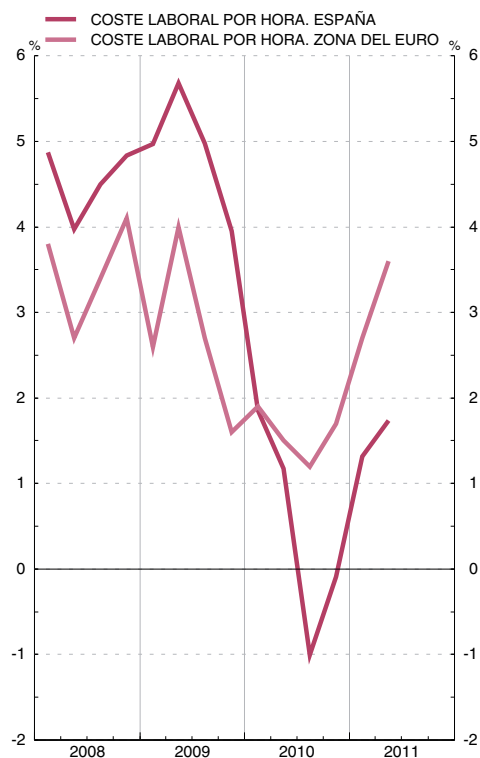
Tasas de variación interanual

		Coste laboral					Coste salarial					Otros costes por trabajador y mes	Pro memoria: Coste laboral por hora efectiva (a)	
		Por trabajador y mes				Por hora efectiva	Por trabajador y mes				Por hora efectiva		España (b)	Zona del euro (c)
		Total	Industria	Construcción	Servicios		Total	Industria	Construcción	Servicios				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
08	M	4,8	4,4	6,3	4,9	4,6	5,1	4,8	6,3	5,0	4,9	4,1	4,5	3,5
09	M	3,5	3,1	5,4	3,5	5,6	3,2	2,1	5,2	3,2	5,3	4,3	4,9	2,7
10	M	0,4	2,3	0,1	0,2	0,6	0,9	2,9	0,8	0,5	1,1	-1,1	0,4	1,6
10 I-II	M	1,1	2,3	0,5	1,1	1,4	1,8	2,9	1,6	1,6	2,1	-0,9	1,5	1,7
11 I-II	M	0,8	1,4	2,9	0,6	0,8	0,8	3,1	2,8	0,1	0,7	1,0	1,5	3,2
08 IV		5,0	4,6	7,9	5,0	3,0	4,8	4,5	6,6	4,7	2,7	5,8	4,8	4,1
09 I		4,2	3,8	6,5	4,1	3,7	2,9	1,2	4,6	3,0	2,4	7,8	5,0	2,6
II		4,0	3,1	6,3	4,1	9,6	4,1	2,4	5,8	4,3	9,8	3,5	5,7	4,0
III		3,4	2,9	5,0	3,5	4,2	3,1	2,0	4,9	3,2	3,9	3,9	5,0	2,7
IV		2,5	2,7	4,1	2,5	5,1	2,7	2,5	5,3	2,5	5,3	1,9	4,0	1,6
10 I		1,0	2,1	0,7	1,0	2,1	1,9	2,8	1,9	1,6	2,9	-1,1	1,9	1,9
II		1,2	2,5	0,4	1,1	0,8	1,8	3,0	1,4	1,6	1,4	-0,6	1,2	1,5
III		-0,3	2,1	-0,9	-0,6	-1,4	0,1	2,9	-0,9	-0,4	-0,9	-1,5	-1,0	1,2
IV		-0,3	2,3	0,2	-0,8	1,1	-	2,8	0,6	-0,7	1,3	-1,0	-0,1	1,7
11 I		0,8	1,3	2,8	0,6	-	1,0	3,0	2,3	0,3	0,2	0,4	1,3	2,7
II		0,8	1,6	3,0	0,6	1,5	0,6	3,1	3,2	-0,2	1,3	1,5	1,7	3,6

POR TRABAJADOR Y MES  
Tasas de variación interanual



POR HORA EFECTIVA  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Encuesta Trimestral de Coste Laboral e Índice de Coste Laboral Armonizado) y Eurostat.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 25, 26 y 27.

a. Corregido de efecto calendario.

b. Índice de Coste Laboral Armonizado (base 2008).

c. Total economía, excluyendo agricultura, Administración Pública, educación, sanidad y otros servicios no clasificados en otra rúbrica.

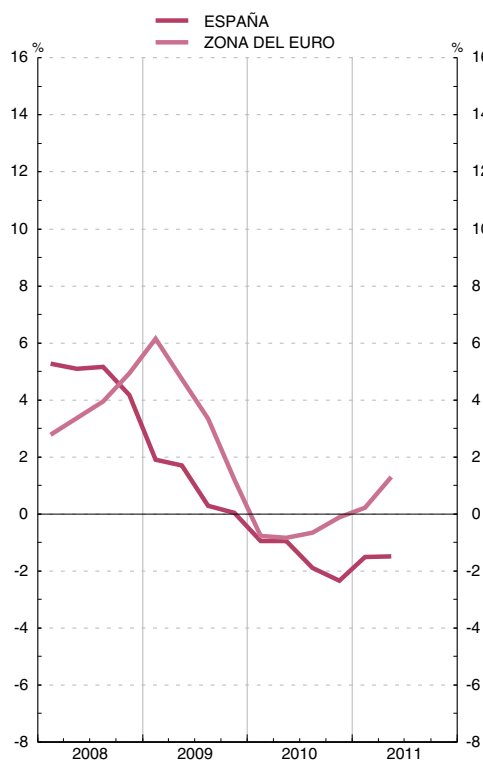
#### 4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

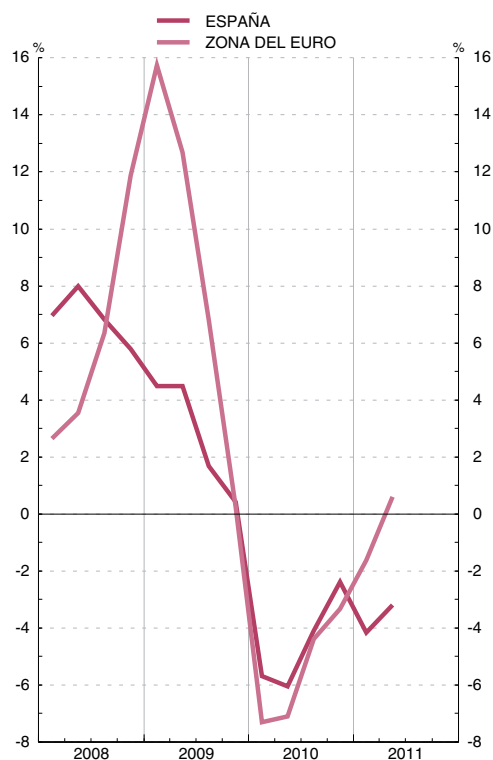
Tasas de variación interanual

		Costes laborales unitarios				Total economía				Pro memoria			
		Total economía		Manufacturas		Remuneración por asalariado		Productividad		PIB (en volumen)		Empleo (ocupados) Total economía	
		España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro (c)	España (d)	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España (d)	Zona del euro
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
08	P	4,9	3,8	6,9	6,1	6,4	3,3	1,4	-0,5	0,9	0,3	-0,5	0,8
09	P	1,0	3,9	2,8	8,9	4,1	1,4	3,1	-2,3	-3,7	-4,2	-6,6	-1,9
10	P	-1,5	-0,6	-4,6	-5,5	0,7	1,6	2,3	2,2	-0,1	1,8	-2,4	-0,5
08	III	5,2	3,9	6,8	6,3	6,3	3,4	1,1	-0,5	0,3	0,1	-0,8	0,5
	IV	4,2	4,9	5,8	11,9	6,2	2,8	2,0	-2,0	-1,4	-2,1	-3,3	-0,1
09	I	1,9	6,1	4,5	15,7	4,8	1,8	2,9	-4,1	-3,5	-5,3	-6,2	-1,2
	II	1,7	4,7	4,5	12,7	4,5	1,3	2,8	-3,3	-4,4	-5,1	-7,1	-1,9
	III	0,3	3,3	1,7	6,8	3,9	1,3	3,6	-2,0	-3,9	-4,2	-7,2	-2,2
	IV	0,0	1,2	0,4	0,2	3,2	1,3	3,1	0,1	-3,0	-2,1	-6,0	-2,1
10	I	-0,9	-0,8	-5,7	-7,3	1,7	1,5	2,7	2,3	-1,4	0,9	-3,9	-1,3
	II	-0,9	-0,8	-6,0	-7,1	1,5	1,8	2,5	2,7	-0,0	2,1	-2,4	-0,6
	III	-1,9	-0,7	-4,1	-4,4	-0,1	1,5	1,8	2,2	0,2	2,1	-1,6	-0,1
	IV	-2,3	-0,1	-2,4	-3,3	-0,4	1,6	2,0	1,7	0,6	1,9	-1,4	0,2
11	I	-1,5	0,2	-4,2	-1,6	0,8	2,3	2,4	2,1	0,9	2,4	-1,4	0,3
	II	-1,5	1,3	-3,2	0,6	0,2	2,5	1,7	1,1	0,7	1,6	-1,0	0,5

**COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL**  
Tasas de variación interanual



**COSTES LABORALES UNITARIOS: MANUFACTURAS**  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España.base 2000) y BCE.

a. España: elaborado según el SEC 95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. Ramas industriales.

c. Ramas industriales y energía.

d. Empleo equivalente a tiempo completo.

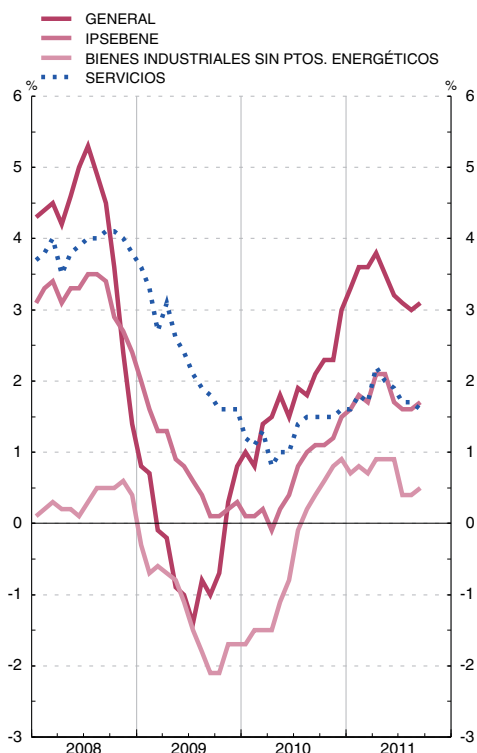
## 5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2006 = 100

■ Serie representada gráficamente.

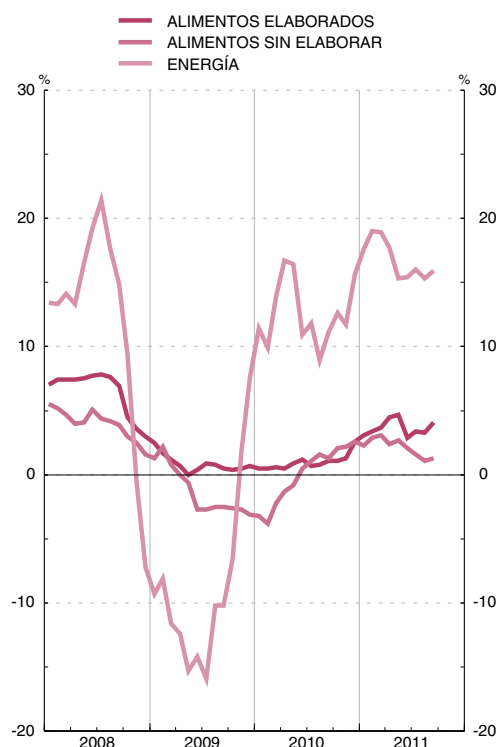
Índices y tasas de variación interanual

Índice general (100%)					Tasa de variación interanual (T <sub>12</sub> <sup>1</sup> )							Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2005)	
	Serie original	m <sub>1</sub> <sup>1</sup> (a)	T <sub>12</sub> <sup>1</sup> (b)	s/T <sub>dic</sub> <sup>1</sup> (c)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
08	M	107,0	—	4,1	1,4	4,0	6,5	0,3	12,1	3,9	3,2	107,0	3,1
09	M	106,7	—	-0,3	0,8	-1,3	0,9	-1,3	-8,7	2,4	0,8	94,9	-11,3
10	M	108,6	—	1,8	3,0	0,0	1,0	-0,4	12,6	1,3	0,6	100,8	6,2
10 E-S	M	108,0	0,1	1,5	0,2	-0,7	0,8	-0,8	12,4	1,2	0,4	101,3	4,9
11 E-S	M	111,6	0,1	3,4	0,6	2,2	3,7	0,7	16,8	1,8	1,8	...	...
10 Jun		108,9	0,2	1,5	1,0	0,5	1,2	-0,8	10,9	1,0	0,4	101,8	8,6
Jul		108,4	-0,4	1,9	0,6	1,1	0,7	-0,1	11,8	1,4	0,8	87,0	4,5
Ago		108,6	0,3	1,8	0,8	1,6	0,8	0,2	8,9	1,5	1,0	88,5	5,1
Sep		108,7	0,1	2,1	0,9	1,3	1,1	0,4	11,1	1,5	1,1	97,6	8,0
Oct		109,7	0,9	2,3	1,8	2,1	1,1	0,6	12,6	1,5	1,1	100,9	10,3
Nov		110,3	0,5	2,3	2,4	2,2	1,3	0,8	11,7	1,5	1,2	101,7	10,3
Dic		111,0	0,6	3,0	3,0	2,6	2,6	0,9	15,6	1,6	1,5	103,1	8,5
11 Ene		110,2	-0,7	3,3	-0,7	2,3	3,1	0,7	17,6	1,6	1,6	99,0	3,7
Feb		110,3	0,1	3,6	-0,6	2,9	3,4	0,8	19,0	1,8	1,8	105,2	1,3
Mar		111,1	0,7	3,6	0,1	3,1	3,7	0,7	18,9	1,7	1,7	105,5	-5,2
Abr		112,5	1,2	3,8	1,4	2,4	4,5	0,9	17,7	2,2	2,1	105,7	-4,7
May		112,5	-	3,5	1,3	2,7	4,7	0,9	15,3	2,0	2,1	106,5	-8,1
Jun		112,3	-0,1	3,2	1,2	2,1	2,9	0,9	15,4	1,9	1,7	108,6	6,7
Jul		111,7	-0,5	3,1	0,7	1,6	3,4	0,4	16,0	1,7	1,6	...	...
Ago		111,9	0,1	3,0	0,8	1,1	3,3	0,4	15,3	1,7	1,6	...	...
Sep		112,1	0,2	3,1	1,0	1,3	4,1	0,5	15,9	1,6	1,7	...	...

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE, Ministerio de Medio Ambiente y Medio Rural y Marino.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadros 2 y 8.

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

b. Para los períodos anuales, representa el crecimiento medio de cada año respecto al anterior.

c. Para los períodos anuales, representa el crecimiento diciembre sobre diciembre.

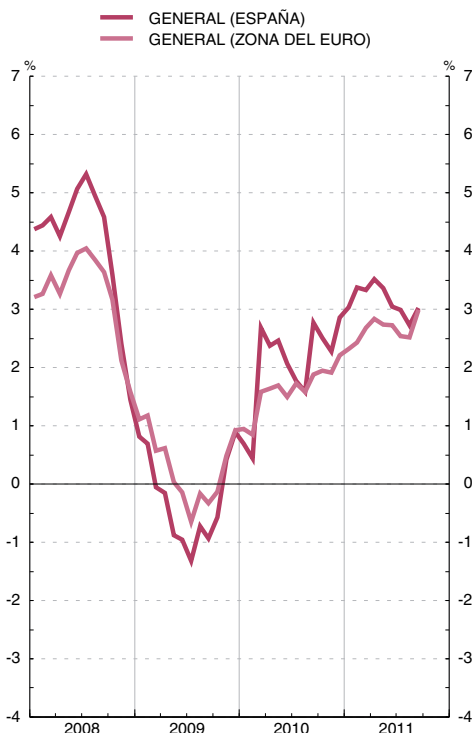
5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

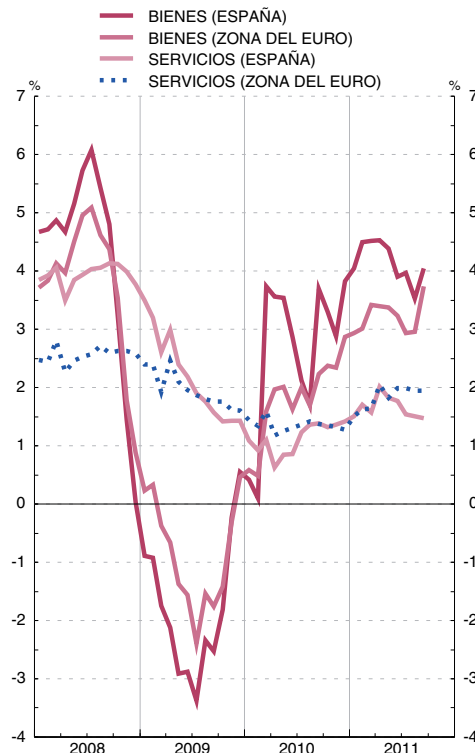
Tasas de variación interanual

		Índice general		Bienes												Servicios			
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	Alimentos						Industriales						España	Zona del euro
						Total		Elaborados		No elaborados		España	Zona del euro	No energéticos		Energía			
						España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro			España	Zona del euro	España	Zona del euro		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18		
08	M	4,1	3,3	4,2	3,8	5,7	5,1	7,4	6,1	3,9	3,5	3,3	3,1	0,4	0,8	11,9	10,3	3,9	2,6
09	M	-0,2	0,3	-1,8	-0,9	0,2	0,7	1,0	1,1	-0,7	0,2	-2,9	-1,7	-0,9	0,6	-9,0	-8,1	2,2	2,0
10	M	2,0	1,6	2,7	1,8	1,1	1,1	1,4	0,9	0,7	1,3	3,5	2,2	0,3	0,5	12,5	7,4	1,1	1,4
10 E-S	M	1,9	1,5	2,4	1,6	0,8	0,8	1,2	0,8	0,4	0,9	3,3	2,0	0,1	0,4	12,2	6,8	1,0	1,4
11 E-S	MP	3,2	2,6	4,2	3,2	2,8	2,5	4,2	2,9	1,3	1,8	4,9	3,6	0,5	0,6	16,7	12,1	1,7	1,8
10 Jun		2,1	1,5	2,9	1,6	1,6	0,9	1,8	0,9	1,4	1,1	3,6	2,0	1,0	0,6	10,8	6,2	0,9	1,3
Jul		1,8	1,7	2,1	2,0	1,1	1,3	0,9	0,9	1,4	2,1	2,6	2,3	-0,7	0,4	11,7	8,1	1,2	1,4
Ago		1,6	1,6	1,7	1,7	1,3	1,6	1,1	1,0	1,7	2,5	1,8	1,7	-0,7	0,3	8,9	6,1	1,4	1,4
Sep		2,8	1,9	3,7	2,2	0,7	1,5	1,4	1,0	-	2,3	5,3	2,6	3,2	0,9	11,0	7,7	1,4	1,4
Oct		2,5	1,9	3,3	2,4	1,3	1,6	1,3	1,2	1,2	2,3	4,4	2,7	1,5	0,8	12,6	8,5	1,3	1,4
Nov		2,3	1,9	2,9	2,3	1,5	1,8	1,4	1,3	1,6	2,6	3,6	2,6	0,7	0,9	11,7	7,9	1,4	1,3
Dic		2,9	2,2	3,8	2,9	2,6	2,1	3,1	1,5	2,0	3,2	4,5	3,2	0,5	0,7	15,6	11,0	1,4	1,3
11 Ene		3,0	2,3	4,0	2,9	2,2	1,9	3,7	1,8	0,7	2,2	5,0	3,4	0,3	0,5	17,6	12,0	1,5	1,5
Feb		3,4	2,4	4,5	3,0	2,8	2,3	4,0	2,0	1,6	2,7	5,4	3,4	0,3	0,1	19,0	13,1	1,7	1,6
Mar		3,3	2,7	4,5	3,4	2,7	2,4	4,3	2,5	1,1	2,2	5,5	4,0	0,6	0,9	18,9	13,0	1,6	1,6
Abr		3,5	2,8	4,5	3,4	3,0	2,2	5,3	2,8	0,6	1,4	5,4	4,0	0,8	1,0	17,6	12,5	2,0	2,0
May		3,4	2,7	4,4	3,4	3,7	2,8	5,5	3,2	1,8	2,4	4,8	3,6	0,8	1,0	15,3	11,1	1,8	1,8
Jun		3,0	2,7	3,9	3,2	2,4	2,7	3,0	3,1	1,7	2,0	4,8	3,5	0,8	0,9	15,3	10,9	1,8	2,0
Jul		3,0	2,5	4,0	2,9	2,9	2,6	3,6	3,4	2,0	1,3	4,5	3,1	0,2	-	15,9	11,8	1,5	2,0
Ago		2,7	2,5	3,5	3,0	2,1	2,7	3,6	3,6	0,5	1,1	4,3	3,1	0,1	-	15,3	11,8	1,5	1,9
Sep	P	3,0	3,0	4,0	3,7	3,3	3,0	4,6	4,0	1,8	1,4	4,5	4,1	0,2	1,2	15,9	12,4	1,5	1,9

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL  
Tasas de variación interanual



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



FUENTE: Eurostat.

a. Desde enero de 2011 se han incorporado las normas del Reglamento CE Nº330/2009 de la Comisión Europea sobre el tratamiento de los productos estacionales, lo que provoca una ruptura de las series. Las series construidas con la nueva metodología sólo están disponibles desde enero de 2010. Las tasas interanuales aquí presentadas para 2010 son las difundidas por Eurostat, construidas haciendo uso de la serie con la nueva metodología para 2010 y de la serie con la antigua para 2009. De esta forma, esas tasas ofrecen una visión distorsionada al comparar índices de precios con dos metodologías diferentes. Las tasas interanuales del IAPC en 2010 calculadas de modo coherente haciendo uso solamente de la metodología anterior y que por tanto son homogéneas, son las siguientes: Ene:1,1; Feb:0,9; Mar:1,5; Abr:1,6; May:1,8; Jun:1,5; Jul:1,9; Ago:1,8; Sep:2,1; Oct:2,3; Nov:2,2; Dic:2,9. Pueden consultarse notas metodológicas más detalladas en la página de Eurostat en la Red ([www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int))

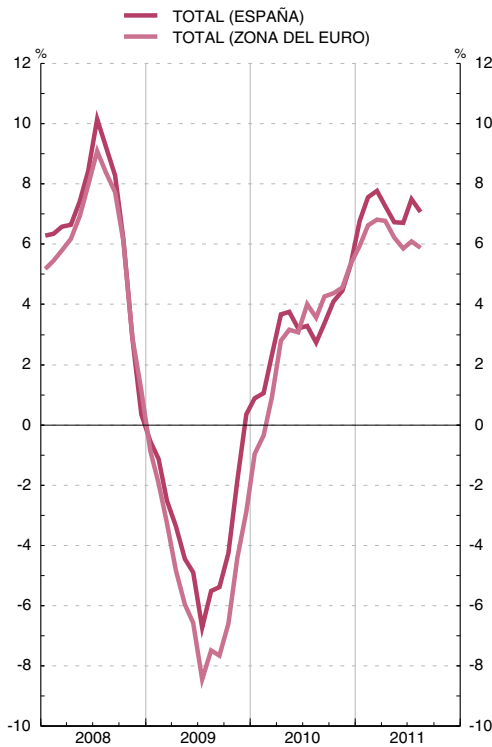
### 5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100

■ Serie representada gráficamente.

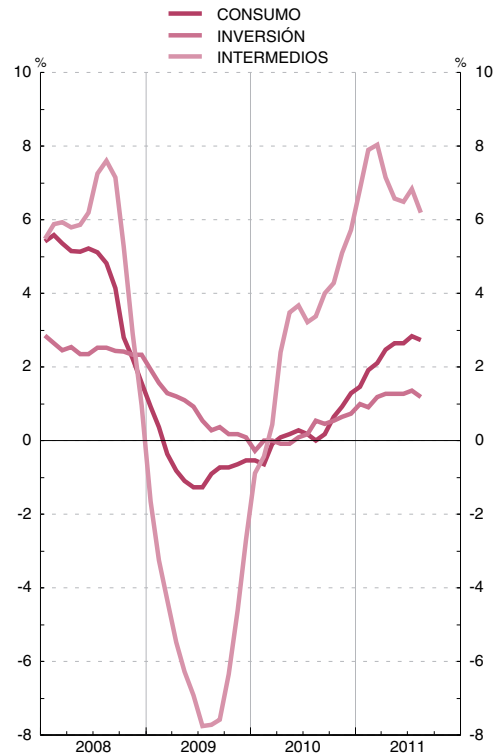
Tasas de variación interanual

		General			Bienes de consumo		Bienes de equipo		Bienes intermedios		Energía		Pro memoria: zona del euro				
		Serie original	m <sub>1</sub> <sup>1</sup> (a)	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	m <sub>1</sub> <sup>1</sup> (a)	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	m <sub>1</sub> <sup>1</sup> (a)	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	m <sub>1</sub> <sup>1</sup> (a)	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	m <sub>1</sub> <sup>1</sup> (a)	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	Total	Bienes de consumo	Bienes de inversión	Bienes Intermedios	Energía
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
08	MP	116,3	-	6,5	-	4,4	-	2,5	-	5,5	-	14,3	6,1	3,9	2,1	3,9	14,3
09	MP	112,4	-	-3,4	-	-0,6	-	0,8	-	-5,4	-	-6,8	-5,1	-2,1	0,5	-5,2	-11,5
10	MP	115,9	-	3,2	-	0,2	-	0,2	-	2,9	-	9,8	2,9	0,4	0,3	3,5	6,5
10 E-A	MP	115,3	-	2,6	-	-0,1	-	0,0	-	1,9	-	9,2	2,0	-0,1	0,1	2,4	4,9
11 E-A	MP	123,5	-	7,2	-	2,3	-	1,2	-	7,0	-	17,2	6,3	3,0	1,4	7,0	12,1
10 May	P	116,0	0,2	3,8	-0,1	0,2	-	-0,1	0,8	3,5	0,2	12,0	3,2	-0,0	0,3	3,9	7,4
Jun	P	116,1	0,1	3,2	0,1	0,3	0,1	0,1	-	3,7	0,2	8,7	3,1	0,2	0,4	4,3	6,2
Jul	P	116,0	-0,1	3,3	-	0,2	-	0,2	-0,3	3,2	-0,1	9,8	4,0	0,4	0,6	4,5	9,6
Ago	P	116,1	0,1	2,7	0,3	-	0,2	0,5	0,6	3,4	-0,9	7,0	3,6	0,5	0,7	4,7	7,3
Sep	P	116,3	0,2	3,4	0,3	0,2	0,1	0,5	0,5	4,0	-0,2	9,1	4,3	0,8	0,7	5,1	9,3
Oct	P	117,0	0,6	4,1	0,1	0,6	-	0,5	0,2	4,3	1,9	10,5	4,4	1,2	0,7	5,5	8,7
Nov	P	117,4	0,3	4,4	-	0,9	0,1	0,6	0,4	5,1	1,0	10,7	4,6	1,5	0,9	5,8	8,8
Dic	P	118,5	0,9	5,3	0,3	1,3	-	0,7	0,7	5,7	2,7	13,5	5,4	1,8	0,7	6,3	11,2
11 Ene	P	121,3	2,4	6,8	0,5	1,5	0,5	1,0	1,7	6,8	6,7	17,3	5,9	2,1	1,2	7,3	11,7
Feb	P	122,4	0,9	7,6	0,5	1,9	0,1	0,9	1,2	7,9	1,4	18,5	6,6	2,5	1,4	8,2	12,6
Mar	P	123,5	0,9	7,8	0,3	2,1	0,2	1,2	0,6	8,0	2,3	18,6	6,8	2,8	1,4	8,1	13,0
Abr	P	124,2	0,6	7,3	0,4	2,5	0,1	1,3	0,5	7,1	1,1	17,1	6,8	3,4	1,4	7,3	13,2
May	P	123,8	-0,3	6,7	0,1	2,6	-	1,3	0,2	6,6	-1,3	15,4	6,2	3,5	1,2	6,6	11,8
Jun	P	123,9	0,1	6,7	0,1	2,6	0,1	1,3	-0,1	6,5	0,1	15,4	5,9	3,4	1,4	6,3	10,7
Jul	P	124,7	0,6	7,5	0,2	2,8	0,1	1,4	0,1	6,8	2,1	17,9	6,1	3,3	1,4	6,2	11,9
Ago	P	124,3	-0,3	7,1	0,2	2,7	-	1,2	-	6,2	-1,4	17,3	5,9	3,3	1,6	5,7	11,5

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.



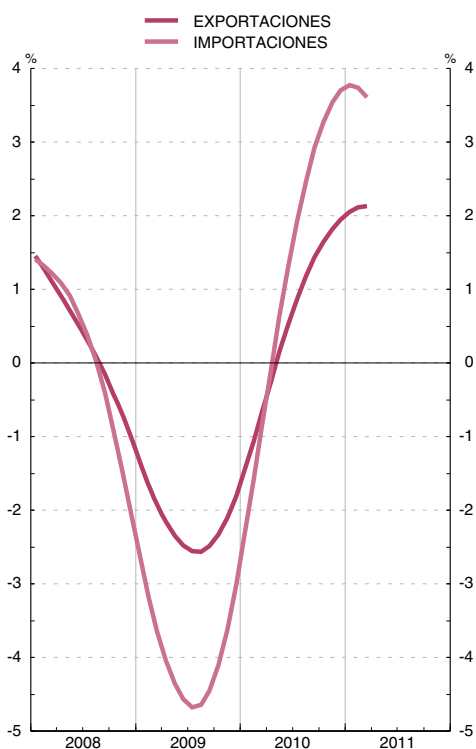
#### 5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

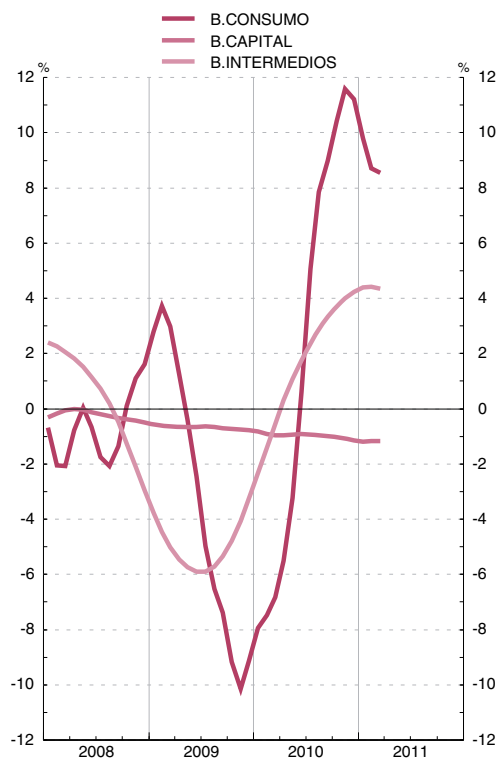
Tasas de variación interanual

	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	
<b>08</b>	1,6	0,4	0,5	2,6	28,7	0,4	4,2	-1,0	2,3	6,6	24,2	0,5
<b>09</b>	-6,8	-3,5	-5,4	-9,3	-31,0	-6,8	-11,8	-3,6	-5,6	-16,1	-30,3	-9,8
<b>10</b>	1,6	3,1	-5,2	1,8	16,8	0,9	4,7	1,7	2,4	6,2	25,8	0,5
<b>10 E-A</b>	0,6	1,7	-7,8	1,4	15,2	0,6	3,0	-2,2	-0,9	5,7	27,4	-0,6
<b>11 E-A</b>	5,0	4,4	1,3	6,0	31,3	4,0	8,7	5,9	-0,4	10,6	26,0	5,4
<b>10 Mar</b>	-2,2	3,6	-12,9	-4,3	8,2	-4,9	-0,8	-8,7	-11,9	5,0	28,9	-1,6
<b>10 Abr</b>	-2,0	-4,3	2,0	-1,1	20,7	-2,3	2,1	-5,4	-4,5	6,0	36,3	-2,7
<b>10 May</b>	6,2	3,1	-15,0	12,7	23,1	12,1	5,1	-7,0	3,3	10,5	40,2	2,4
<b>10 Jun</b>	1,0	1,3	-11,0	3,2	15,0	2,7	5,2	-0,2	-0,6	7,6	32,5	0,6
<b>10 Jul</b>	1,3	3,8	-9,9	2,1	21,3	0,8	5,0	5,1	1,1	4,8	22,6	-0,5
<b>10 Ago</b>	6,9	4,4	-1,5	9,1	27,4	7,4	11,1	12,2	7,0	10,7	20,8	7,4
<b>10 Sep</b>	4,3	5,0	9,6	2,9	17,9	2,0	6,2	3,4	14,8	6,7	20,6	2,9
<b>10 Oct</b>	4,0	7,7	1,5	2,1	23,9	0,8	8,0	10,3	6,3	7,0	22,9	2,5
<b>10 Nov</b>	3,6	5,7	-6,8	3,8	24,6	2,4	8,6	12,0	6,1	7,1	19,4	3,4
<b>10 Dic</b>	2,8	5,7	-4,5	2,2	13,4	1,3	9,5	11,4	9,4	8,3	26,8	1,7
<b>11 Ene</b>	5,8	5,3	-3,9	7,9	48,3	5,5	11,5	6,5	-7,8	15,4	30,5	9,0
<b>11 Feb</b>	6,7	5,1	3,6	8,3	24,1	6,8	10,1	6,0	0,6	12,5	30,4	6,9
<b>11 Mar</b>	6,6	2,6	4,0	10,0	41,4	8,1	11,4	10,1	12,9	11,6	33,7	5,9
<b>11 Abr</b>	9,5	11,8	1,6	9,4	29,6	7,2	11,0	9,7	2,7	12,1	25,9	7,2
<b>11 May</b>	0,7	4,6	4,0	-2,8	27,6	-5,0	3,9	4,7	-5,1	4,3	19,0	0,6
<b>11 Jun</b>	4,2	0,8	2,9	6,3	27,5	4,3	7,3	2,4	-1,7	9,8	20,4	5,3
<b>11 Jul</b>	4,6	2,9	4,7	5,6	29,1	3,6	9,3	4,2	-1,2	12,3	26,7	7,2
<b>11 Ago</b>	2,1	2,1	-6,3	3,3	21,5	2,0	5,3	3,8	-3,3	6,8	21,3	1,2

ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS EXPORTACIONES Y DE LAS IMPORTACIONES (a)



ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS IMPORTACIONES POR GRUPOS DE PRODUCTOS (a)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 6 y 7.

a. Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS).

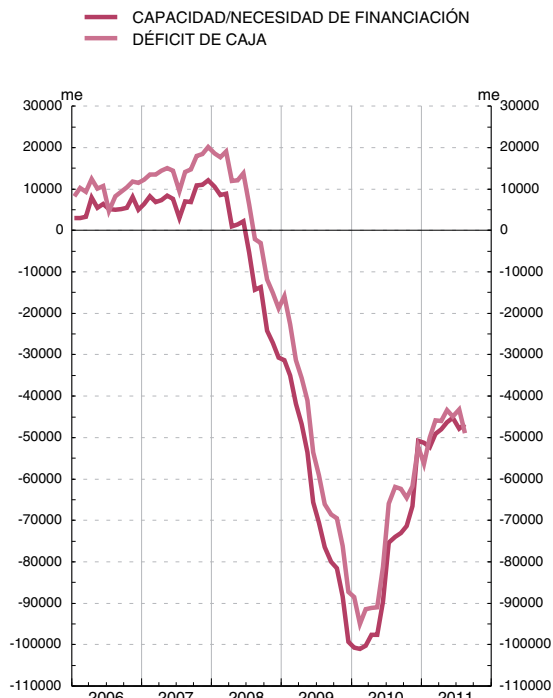
6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

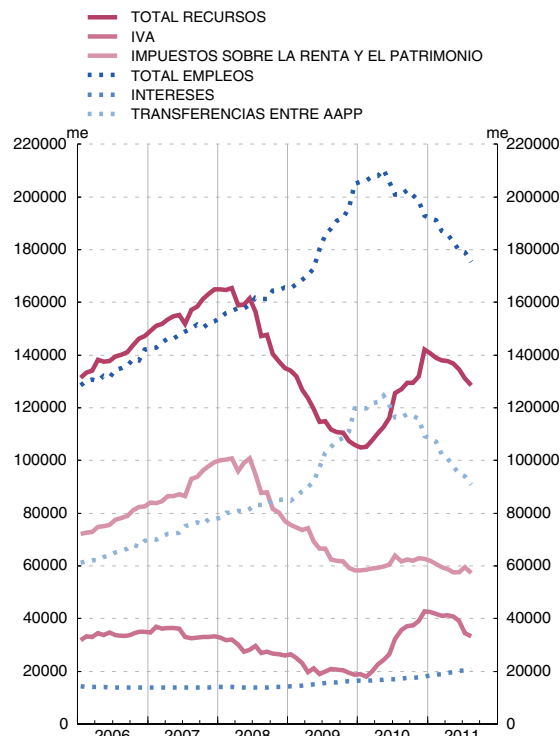
Millones de euros

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: déficit de caja		
		Total	Impuesto sobre el valor añadido (IVA)	Otros impuestos sobre los productos y sobre importaciones excepto IVA	Intereses y otras rentas de la propiedad	Impuestos sobre la renta y el patrimonio	Resto	Total	Remuneración de asalariados	Intereses	Transferencias corrientes y de capital entre Administraciones Públicas	Ayudas a la inversión y otras transferencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingresos líquidos	Pagos líquidos
06	5 005	147 220	34 929	11 331	5 328	82 528	13 104	142 215	16 839	13 820	69 588	5 808	36 160	11 471	141 847	130 375
07	12 098	165 010	33 332	12 938	6 645	99 240	12 855	152 912	18 006	14 024	77 833	6 092	36 957	20 135	159 840	139 704
08	-30 642	135 104	26 065	12 715	7 006	76 927	12 391	165 746	19 179	14 147	85 333	5 911	41 176	-18 747	129 336	148 082
09	P -99 258	105 827	18 767	11 563	8 144	58 234	9 119	205 085	20 141	16 318	119 693	5 988	42 945	-87 281	102 038	189 319
10	A -50 842	141 995	42 685	11 733	8 018	62 767	16 792	192 837	20 173	18 098	109 209	4 648	40 709	-52 235	127 337	179 572
10 E-A	A -34 983	81 702	26 755	7 737	3 759	38 775	4 676	116 685	12 970	11 664	69 974	977	21 100	-37 054	78 930	115 984
11 E-A	A -30 944	68 324	17 352	5 122	3 761	33 385	8 704	99 268	12 758	14 363	51 505	1 303	19 339	-33 683	63 662	97 345
10 Ago	A -9 102	3 885	-1 965	975	442	3 767	666	12 987	1 409	1 552	7 537	112	2 377	-7 374	2 599	9 973
Sep	A -1 585	14 421	4 931	1 084	823	6 366	1 217	16 006	1 470	1 525	9 850	152	3 009	-885	13 747	14 632
Oct	A 5 180	19 574	6 173	1 004	306	11 369	722	14 394	1 460	1 522	8 512	270	2 630	3 090	19 220	16 131
Nov	A -7 514	7 663	1 646	986	223	3 494	1 314	15 177	1 462	1 577	8 989	173	2 976	-8 198	7 313	15 511
Dic	A -11 940	18 635	3 180	922	2 907	2 763	8 863	30 575	2 811	1 810	11 884	3 076	10 994	-9 188	8 127	17 315
11 Ene	A -1 217	7 839	-777	815	243	8 762	-1 204	9 056	1 346	1 870	4 017	-	1 823	-7 706	9 484	17 190
Feb	A 3 095	16 670	11 780	464	265	1 578	2 583	13 575	1 418	1 433	7 254	26	3 444	2 125	13 447	11 322
Mar	A -8 811	3 336	-225	446	1 419	1 617	79	12 147	1 509	1 806	5 759	566	2 507	-3 579	4 522	8 101
Abr	A 4 440	17 118	5 415	659	470	9 326	1 248	12 678	1 490	1 790	6 963	308	2 127	3 018	16 196	13 178
May	A -11 327	1 459	190	631	112	-1 314	1 840	12 786	1 500	1 843	6 625	341	2 477	-7 939	958	8 897
Jun	A -10 375	2 984	-818	773	311	467	2 251	13 359	2 623	1 831	6 186	27	2 692	-9 414	1 081	10 495
Jul	A 1 378	17 598	4 928	810	29	11 367	464	16 220	1 461	1 917	10 355	15	2 472	2 886	15 698	12 812
Ago	A -8 127	1 320	-3 141	524	912	1 582	1 443	9 447	1 411	1 873	4 346	20	1 797	-13 073	2 277	15 350

ESTADO. CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN Y DÉFICIT DE CAJA (Suma móvil 12 meses)



ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN CONTABILIDAD NACIONAL (Suma móvil 12 meses)



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda (IGAE).

## 6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS. ESPAÑA

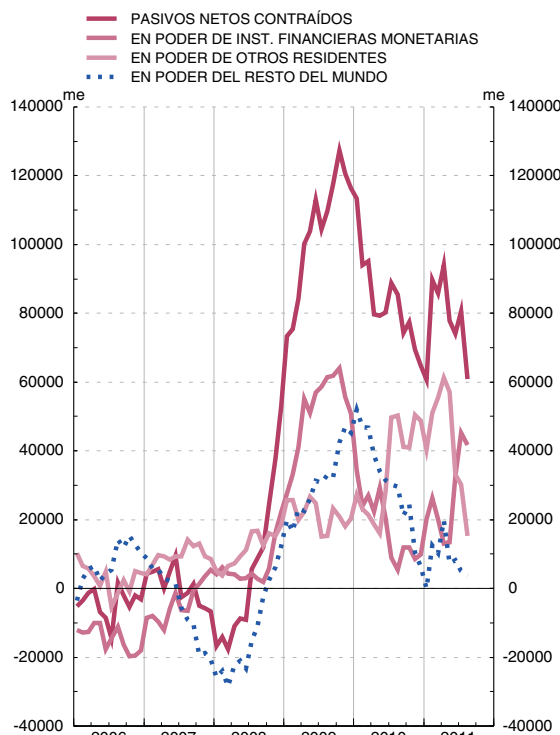
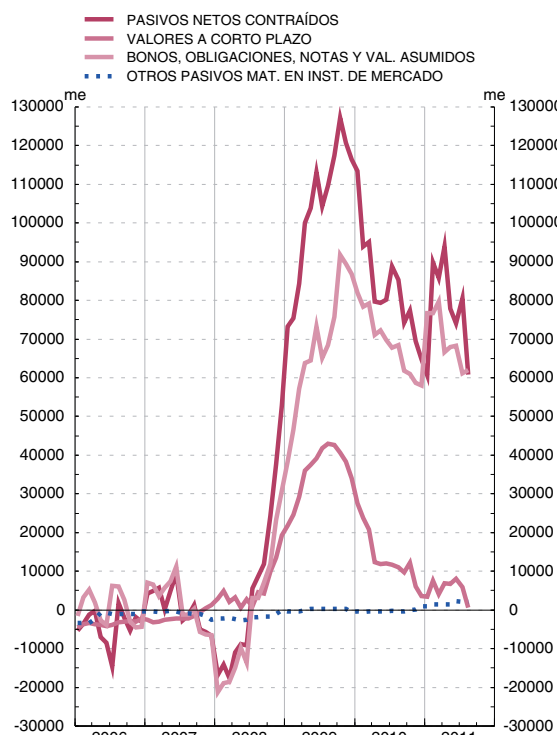
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Pasivos netos contraídos													Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)
		Adquisiciones netas de activos financieros		Del cual							Por sectores de contrapartida				
		Total	Del cual	Total	En monedas distintas de la peseta/ euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	Otras cuentas pendientes de pago	En poder de sectores residentes			Resto del mundo	
											Total	Instituciones financieras monetarias	Otros sectores residentes		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
06	5 005	1 917	-200	-3 088	-1 195	-2 198	-4 346	-486	-418	4 360	-13 445	-18 000	4 555	10 357	-7 448
07	12 098	5 382	65	-6 716	-118	1 206	-6 475	-519	-2 495	1 567	13 867	5 342	8 525	-20 582	-8 282
08	-30 642	22 314	4 337	52 956	1 227	19 355	30 868	-520	-40	3 293	40 724	22 233	18 491	12 232	49 664
09	P -99 258	17 133	-4 197	116 391	1 524	34 043	86 835	-535	-510	-3 442	71 089	50 819	20 270	45 302	119 833
10	A -50 842	14 015	-5	64 857	-726	3 616	57 958	-544	907	2 919	58 560	9 809	48 751	6 297	61 938
10 E-A	A -34 983	-511	195	34 472	-923	1 970	27 063	-544	182	5 800	32 187	-11 300	43 488	2 285	28 672
11 E-A	A -30 944	-437	-201	30 507	-1 444	-1 088	31 011	-537	1 446	-326	30 749	20 670	10 079	-242	30 833
10 Ago	A -9 102	-7 085	23	2 017	16	2 495	4 995	-	-6	-5 465	90	-2 421	2 512	1 927	7 483
Sep	A -1 585	5 215	-1	6 800	-23	644	8 852	-	-33	-2 662	6 013	11 885	-5 872	787	9 463
Oct	A 5 180	17 270	2 497	12 090	10	5 037	7 129	-	190	-265	1 775	3 670	-1 895	10 315	12 356
Nov	A -7 514	-4 092	-2 700	3 422	15	-1 919	8 406	-	148	-3 214	8 432	1 640	6 792	-5 011	6 635
Dic	A -11 940	-3 868	5	8 072	195	-2 116	6 508	-	420	3 260	10 152	3 914	6 238	-2 080	4 812
11 Ene	A -1 217	2 225	-0	3 442	15	-806	6 766	-	6	-2 524	1 019	-668	1 686	2 423	5 966
Feb	A 3 095	17 141	-4	14 046	14	1 979	9 972	-	530	1 565	8 430	2 244	6 186	5 616	12 481
Mar	A -8 811	-184	-195	8 627	-5	-2 423	15 480	-	-23	-4 407	6 595	2 775	3 819	2 033	13 034
Abr	A 4 440	13 500	18 220	9 060	-4	-259	-9 917	-537	-4	19 776	3 814	-3 559	7 373	5 246	-10 716
May	A -11 327	-19 336	-18 220	-8 009	15	436	9 307	-	0	-17 752	5 812	8 085	-2 273	-13 821	9 743
Jun	A -10 375	485	80	10 860	-37	2 444	9 324	-	918	-1 826	8 508	19 110	-10 602	2 352	12 686
Jul	A 1 378	11 499	-82	10 121	-1 454	336	-15 631	-	5	25 411	14 789	-1 409	16 197	-4 667	-15 290
Ago	A -8 127	-25 767	1	-17 640	11	-2 795	5 710	-	14	-20 569	-18 217	-5 909	-12 308	577	2 929

ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR INSTRUMENTOS (Suma móvil 12 meses)

ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR SECTORES DE CONTRAPARTIDA (Suma móvil de 12 meses)



FUENTE: BE.

a. Incluye otros créditos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

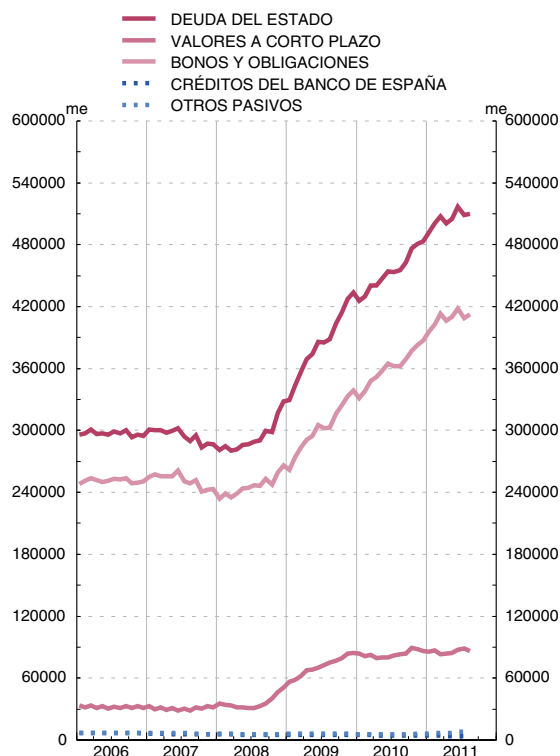
### 6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

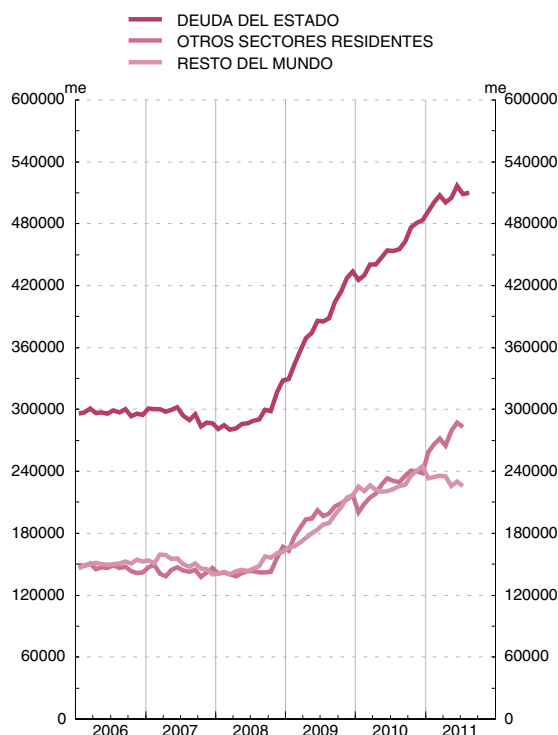
Millones de euros

	Pasivos en circulación (excepto otras cuentas pendientes de pago)										Pro memoria:				
	Deuda del Estado elaborada según la metodología del Protocolo de déficit excesivo	Del cual:	Por instrumentos				Por sectores de contrapartida				Depósitos en el Banco de España	Otros depósitos: Subastas de liquidez del Tesoro (b)	Avalos prestados (saldo vivo)		
			En monedas distintas de la peseta/ del euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	En poder de sectores residentes						Resto del mundo	
								Total	Administraciones Públicas	Otros sectores residentes					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13			
06	A	294 860	515	31 060	250 702	6 416	6 683	164 240	21 897	142 343	152 517	100	13 486	5 794	
07	A	286 531	355	31 644	243 246	5 832	5 808	171 839	25 551	146 288	140 243	165	15 018	6 162	
08	A	328 379	63	50 788	266 334	5 249	6 008	201 112	34 511	166 601	161 779	4 502	21 403	8 152	
09	P	433 436	68	84 303	338 969	4 665	5 498	263 300	46 105	217 195	216 241	305	24 486	58 854	
10	Ago	A	455 236	0	83 082	362 392	4 082	5 680	288 494	58 952	229 542	225 694	500	18 387	64 760
	Sep	A	463 084	0	83 952	369 403	4 082	5 647	295 153	59 102	236 051	227 034	499	25 428	65 267
	Oct	A	476 376	0	89 354	377 104	4 082	5 837	300 045	59 344	240 700	235 676	2 996	42 058	65 183
	Nov	A	480 799	0	87 787	382 944	4 082	5 985	300 024	60 244	239 780	241 019	296	40 053	69 311
	Dic	A	483 382	0	85 980	386 915	4 082	6 406	299 410	61 170	238 240	245 142	300	28 598	73 560
11	Ene	A	491 807	0	85 559	395 755	4 082	6 412	319 382	60 868	258 514	233 294	300	31 103	75 420
	Feb	A	500 486	0	87 018	402 444	4 082	6 942	327 782	61 764	266 018	234 468	295	45 108	81 961
	Mar	A	507 343	0	83 408	412 935	4 082	6 919	336 158	64 409	271 749	235 594	100	47 541	83 500
	Abr	A	500 417	0	83 479	406 524	3 499	6 915	328 267	63 126	265 140	235 276	18 320	41 459	84 677
	May	A	505 020	0	84 462	410 145	3 499	6 915	345 159	65 894	279 264	225 756	100	39 911	85 531
	Jun	A	516 898	0	87 532	418 034	3 499	7 833	352 297	65 312	286 985	229 913	180	40 164	87 329
	Jul	A	508 706	0	88 799	408 570	3 499	7 838	345 975	63 203	282 772	225 934	98	48 068	88 994
	Ago	A	510 253	0	86 395	412 508	3 499	7 852	...	63 061	...	...	99	19 953	88 644

ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN  
Por instrumentos



ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN  
Por sectores de contrapartida



FUENTE: BE.

a. Incluye otros créditos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

b. Incluye las subastas diarias de liquidez del Tesoro que figuran en sus cuentas en el Banco de España y las operaciones de compraventas dobles (simultáneas) que realiza el Tesoro a un mes.

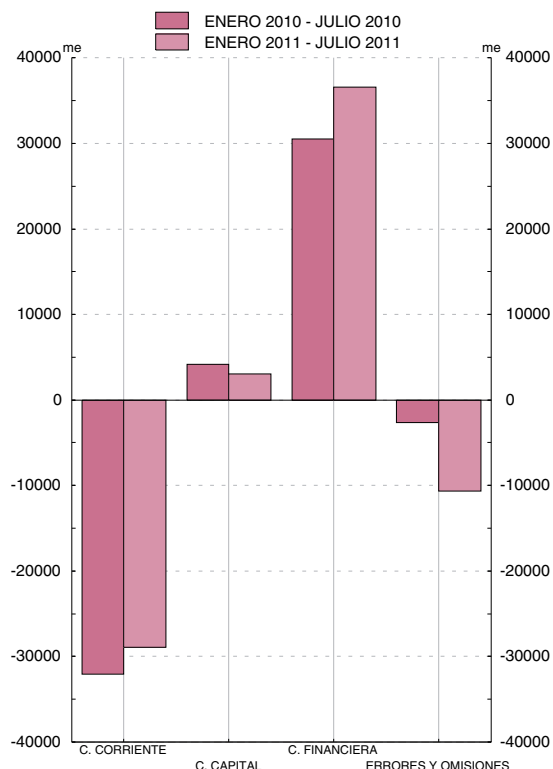
## 7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE

■ Serie representada gráficamente.

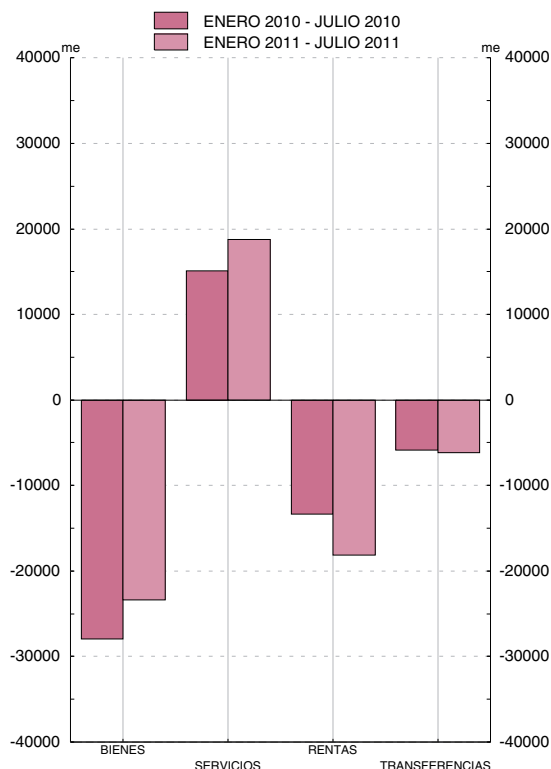
Millones de euros

	Cuenta corriente (a)													Transfe- ren- cias co- rrien- tes (saldo)	Cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta finan- ciera (saldo)	Errores y omision- es
	Total (saldo)	Bienes			Servicios				Rentas									
		Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos		Pagos		Saldo	Ingresos	Pagos						
						Del cual		Del cual										
						Total	Turismo y viajes	Total	Turismo y viajes									
1=2+5+ 10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	9	10=11- 12	11	12	13	14	15=1+14	16	17=- (15+16)		
<b>08</b>	-104 676	-85 594	193 007	278 601	25 791	97 651	41 901	71 861	13 834	-35 483	53 050	88 533	-9 389	5 475	-99 201	100 222	-1 021	
<b>09</b>	P -54 481	-42 175	163 996	206 171	25 503	88 215	38 125	62 712	12 086	-29 787	41 875	71 662	-8 022	4 275	-50 206	54 641	-4 435	
<b>10</b>	P -48 404	-47 143	190 806	237 949	27 797	93 513	39 621	65 716	12 663	-21 941	41 372	63 313	-7 116	6 295	-42 109	44 562	-2 454	
<b>10 E-J</b>	P -32 082	-27 976	108 440	136 416	15 069	53 151	21 617	38 082	6 660	-13 329	22 434	35 763	-5 846	4 178	-27 904	30 534	-2 630	
<b>11 E-J</b>	P -28 919	-23 344	127 710	151 054	18 729	56 623	23 722	37 895	6 565	-18 174	20 802	38 977	-6 129	3 025	-25 894	36 585	-10 691	
<b>10 Abr</b>	P -5 051	-4 842	14 953	19 795	1 436	6 637	2 401	5 201	860	-1 124	3 934	5 058	-521	-237	-5 288	3 407	1 881	
<b>May</b>	P -5 020	-3 913	16 574	20 487	2 503	7 912	3 247	5 408	660	-3 098	3 804	6 902	-512	1 828	-3 192	5 459	-2 267	
<b>Jun</b>	P -3 690	-4 510	16 563	21 074	2 979	8 707	3 869	5 728	1 207	-2 268	3 167	5 434	109	128	-3 562	2 549	1 013	
<b>Jul</b>	P -2 387	-3 820	16 721	20 541	3 943	9 741	5 010	5 798	1 246	-1 813	3 764	5 577	-697	567	-1 820	2 167	-346	
<b>Ago</b>	P -2 677	-3 941	13 330	17 271	4 089	9 291	5 265	5 203	1 378	-1 846	2 070	3 916	-978	239	-2 438	3 357	-919	
<b>Sep</b>	P -4 024	-4 200	16 288	20 488	3 261	8 877	4 304	5 616	1 349	-1 975	3 524	5 499	-1 111	556	-3 469	5 957	-2 489	
<b>Oct</b>	P -2 660	-3 083	17 931	21 013	2 816	8 162	3 850	5 346	1 209	-1 387	2 946	4 333	-1 006	127	-2 533	2 370	163	
<b>Nov</b>	P -4 387	-3 357	18 082	21 438	1 524	6 844	2 520	5 320	1 096	-3 371	2 030	5 402	817	320	-4 066	2 288	1 779	
<b>Dic</b>	P -2 573	-4 586	16 736	21 322	1 038	7 187	2 064	6 149	971	-32	8 368	8 400	1 007	875	-1 698	55	1 643	
<b>11 Ene</b>	P -6 349	-4 386	16 288	20 674	1 668	7 045	2 591	5 378	893	-2 557	2 178	4 736	-1 073	174	-6 175	5 449	726	
<b>Feb</b>	P -5 519	-2 714	17 538	20 252	1 026	6 367	2 243	5 341	924	-1 551	2 596	4 147	-2 280	1 252	-4 267	4 322	-56	
<b>Mar</b>	P -5 596	-4 067	19 964	24 030	1 684	7 432	2 733	5 748	872	-2 541	2 146	4 687	-672	137	-5 458	7 689	-2 231	
<b>Abr</b>	P -3 705	-3 856	17 759	21 615	2 344	7 367	2 850	5 023	838	-1 752	2 586	4 338	-441	273	-3 432	4 333	-901	
<b>May</b>	P -3 972	-3 109	18 795	21 905	3 287	8 414	3 526	5 127	651	-3 610	4 169	7 779	-540	550	-3 422	6 241	-2 819	
<b>Jun</b>	P -2 234	-3 813	18 340	22 153	4 107	9 746	4 298	5 639	1 119	-2 073	4 020	6 093	-455	299	-1 935	3 004	-1 069	
<b>Jul</b>	P -1 546	-1 400	19 025	20 425	4 613	10 253	5 481	5 640	1 269	-4 090	3 107	7 197	-669	341	-1 205	5 546	-4 341	

### RESUMEN



### DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE



FUENTE: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5.ª edición, 1993).

a. Un signo positivo para los saldos de la cuenta corriente y de capital significa superávit (ingresos mayores que pagos) y, por tanto, un préstamo neto al exterior (aumento de la posición acreedora o disminución de la posición deudora).

b. Un signo positivo para el saldo de la cuenta financiera (variación de pasivos mayor que la variación de activos) significa una entrada neta de financiación, es decir, un préstamo neto del resto del mundo (aumento de la posición deudora o disminución de la posición acreedora).

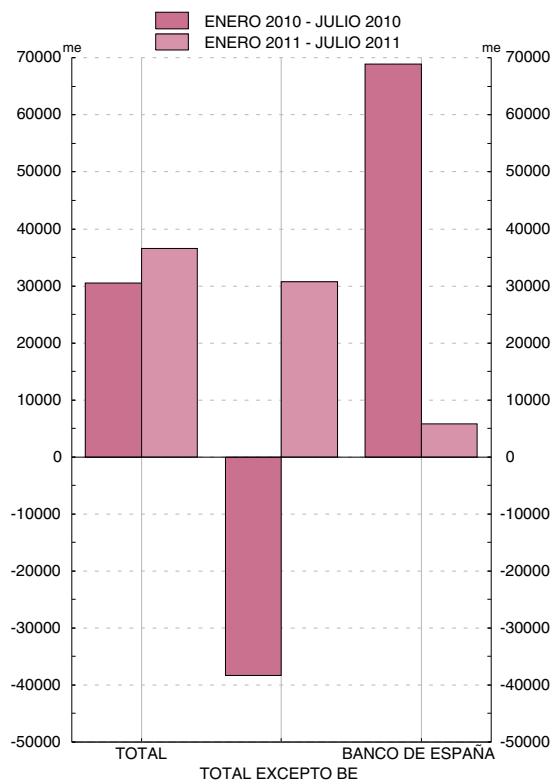
## 7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

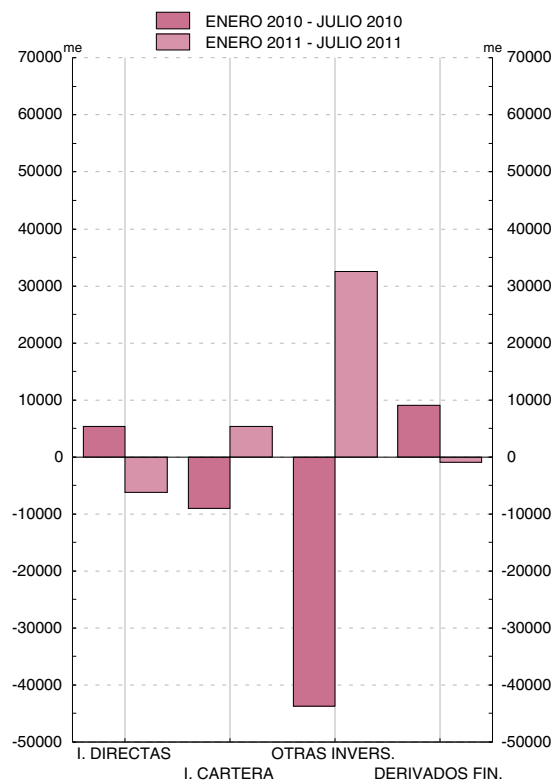
Millones de euros

Cuenta financiera (VNP-VNA)	Total, excepto Banco de España												Banco de España			
	Total (VNP-VNA)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Derivados financieros netos (VNP-VNA)	Total (VNP-VNA)	Reservas (e)	Activos netos frente al Euro-sistema (e)	Otros activos netos (VNP-VNA)	
		Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (b)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (c)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)						
		1=2+3+6+9+12	3-5-4	4	5	6-8-7	7	8	9-11-10	10						11
<b>08</b>	100 222	70 004	1 553	51 008	52 561	-203	-21 761	-21 964	75 717	12 330	88 048	-7 064	30 218	-645	31 713	-850
<b>09</b>	P 54 641	44 177	-433	7 009	6 576	45 325	4 119	49 444	5 145	4 065	9 210	-5 861	10 464	-1 563	6 146	5 882
<b>10</b>	P 44 562	28 866	2 226	16 308	18 534	29 739	-63 371	-33 633	-10 470	15 732	5 262	7 371	15 696	-814	9 788	6 722
<b>10 E-J</b>	P 30 534	-38 348	5 348	-987	4 361	-9 003	-33 783	-42 786	-43 717	5 878	-37 839	9 024	68 882	-592	60 931	8 543
<b>11 E-J</b>	P 36 585	30 748	-6 231	18 905	12 674	5 386	-21 508	-16 122	32 488	11 809	44 297	-895	5 836	-2 090	5 749	2 178
<b>10 Abr</b>	P 3 407	10 439	1 429	-1 396	33	4 779	-8 409	-3 631	3 694	965	4 659	537	-7 032	-6	-7 566	540
<b>May</b>	P 5 459	-34 478	-2 132	3 912	1 780	-9 851	-6 990	-16 841	-23 382	10 072	-13 310	887	39 937	-413	42 402	-2 051
<b>Jun</b>	P 2 549	-32 546	-802	-366	-1 168	-5 201	-8 995	-14 196	-29 192	1 656	-27 536	2 649	35 096	-9	27 477	7 627
<b>Jul</b>	P 2 167	4 432	-1 110	2 458	1 348	6 974	-9 212	-2 238	-2 699	924	-1 775	1 266	-2 265	-52	-3 552	1 338
<b>Ago</b>	P 3 357	21 261	-5 539	6 402	863	13 218	-3 931	9 287	13 984	4 784	18 768	-402	-17 904	32	-17 970	34
<b>Sep</b>	P 5 957	30 819	-4 352	9 909	5 556	8 840	-5 201	3 639	26 880	-14 485	12 395	-549	-24 862	-2	-24 966	106
<b>Oct</b>	P 2 370	19 377	2 937	-231	2 706	22 716	-7 770	14 947	-4 416	17 661	13 244	-1 860	-17 007	-212	-16 092	-703
<b>Nov</b>	P 2 288	3 170	2 257	-1 337	919	-4 436	-4 711	-9 147	4 977	-11 142	-6 165	372	-883	-5	-83	-795
<b>Dic</b>	P 55	-7 415	1 575	2 553	4 128	-1 597	-7 975	-9 572	-8 178	13 037	4 859	785	7 470	-35	7 967	-462
<b>11 Ene</b>	P 5 449	9 006	-1 496	4 566	3 070	10 670	-6 592	4 079	-984	13 973	12 989	816	-3 557	-216	-2 836	-506
<b>Feb</b>	P 4 322	9 322	1 355	572	1 927	17 552	-3 532	14 020	-10 244	-3 160	-13 404	659	-5 000	-58	-5 121	180
<b>Mar</b>	P 7 689	10 172	-2 600	4 433	1 833	653	1 546	2 200	10 883	-644	10 239	1 236	-2 483	-218	-2 938	673
<b>Abr</b>	P 4 333	6 919	-3 530	5 835	2 304	-2 354	721	-1 634	14 494	227	14 722	-1 690	-2 586	-50	-2 495	-41
<b>May</b>	P 6 241	-9 235	-1 592	1 851	258	-10 188	-3 955	-14 143	1 934	12 306	14 240	611	15 476	-59	15 530	5
<b>Jun</b>	P 3 004	10 022	225	476	701	-5 094	-5 379	-10 473	15 709	-2 217	13 491	-818	-7 018	-27	-7 702	711
<b>Jul</b>	P 5 546	-5 458	1 408	1 173	2 581	-5 854	-4 317	-10 171	696	-8 676	-7 980	-1 708	11 004	-1 462	11 311	1 156

CUENTA FINANCIERA (VNP-VNA)



CUENTA FINANCIERA, EXCEPTO BANCO DE ESPAÑA. DETALLE (VNP-VNA)



FUENTE: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5.ª edición, 1993).

a. Tanto la variación de activos (VNA) como la variación de pasivos (VNP) han de entenderse 'netas' de sus correspondientes amortizaciones. Un signo positivo (negativo) en las columnas señalizadas como VNA supone una salida (entrada) de financiación exterior. Un signo positivo (negativo) en las columnas señalizadas como VNP supone una entrada (salida) de financiación exterior. b. No recoge las inversiones directas en acciones cotizadas e incluye inversiones de cartera en acciones no cotizadas. c. Incluye inversiones directas en acciones cotizadas, pero no recoge las inversiones de cartera en acciones no cotizadas. d. Principalmente, préstamos, depósitos y operaciones temporales. e. Un signo positivo (negativo) supone una disminución (aumento) de las reservas y/o de los activos del BE frente al Eurosistema.

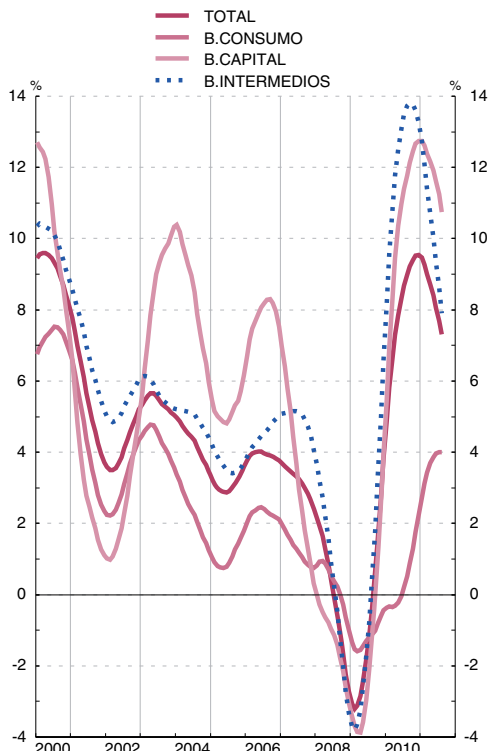
### 7.3. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. EXPORTACIONES Y EXPEDICIONES

■ Serie representada gráficamente.

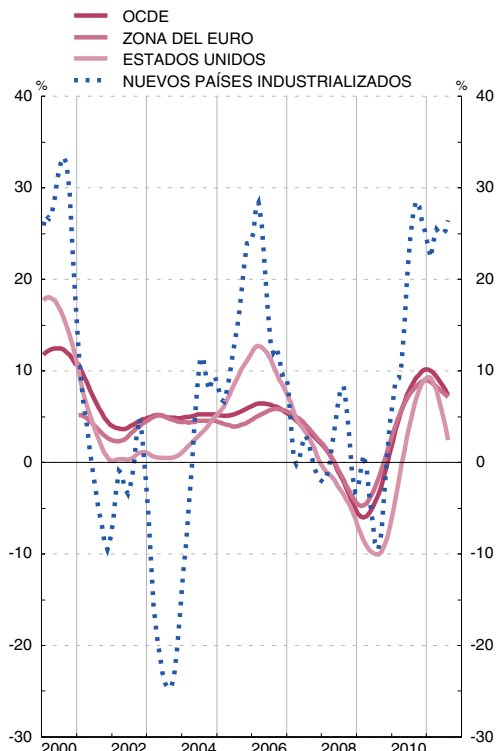
Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Total	Estados Unidos				
<b>03</b>	138 119	3,6	5,2	4,2	11,9	4,8	24,7	3,3	4,5	5,1	3,8	-1,7	-5,9	2,2	38,2	-23,4
<b>04</b>	146 925	6,4	5,3	2,2	13,1	6,6	10,2	6,3	5,0	5,0	5,9	2,0	12,5	3,3	5,6	4,7
<b>05</b>	155 005	5,5	0,8	-0,8	5,5	1,4	-8,7	2,2	2,6	2,3	4,2	10,2	9,1	11,8	31,4	14,5
<b>06</b>	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
<b>07</b>	185 023	8,6	5,8	3,0	4,4	8,1	6,6	8,1	8,0	8,4	7,0	-1,1	22,3	-12,5	23,5	-0,8
<b>08</b>	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
<b>09</b>	159 890	-15,5	-9,4	-3,4	-14,1	-12,8	-19,9	-12,2	-15,5	-13,2	-15,2	-24,4	-11,4	-17,9	-7,7	8,5
<b>10 Jul</b>	P 16 379	13,2	11,7	-9,3	-2,4	31,5	34,6	31,4	11,2	12,8	12,7	5,3	1,7	32,3	48,3	47,9
<b>Ago</b>	P 12 874	27,8	19,6	2,9	33,4	29,1	38,1	28,3	23,4	19,4	25,4	48,6	25,7	61,8	69,1	38,7
<b>Sep</b>	P 15 902	14,6	9,9	-4,2	3,0	21,7	6,8	22,8	10,8	10,2	12,5	29,1	13,6	49,3	35,7	48,8
<b>Oct</b>	P 17 393	16,6	12,1	-6,2	26,7	23,4	9,0	24,5	16,8	15,2	15,3	26,0	13,0	29,9	10,9	31,9
<b>Nov</b>	P 17 525	24,6	20,3	2,2	34,5	32,9	34,6	32,8	20,1	20,4	21,9	35,7	49,6	50,0	50,6	33,4
<b>Dic</b>	P 15 956	16,8	13,6	2,3	-0,3	25,7	44,7	24,5	20,2	20,3	20,9	11,4	8,8	19,2	15,9	-53,3
<b>11 Ene</b>	P 15 955	32,0	24,7	13,8	58,0	28,3	16,1	29,0	25,3	24,2	30,8	62,9	22,2	38,4	60,5	-7,1
<b>Feb</b>	P 17 137	22,5	14,8	8,9	18,8	18,3	70,3	16,2	19,9	18,3	21,4	56,9	39,3	60,7	51,5	-54,1
<b>Mar</b>	P 19 645	18,0	10,7	10,5	39,4	6,6	12,8	6,3	13,4	9,8	16,9	33,4	2,1	29,1	12,6	31,0
<b>Abr</b>	P 17 344	18,6	8,4	7,2	23,3	6,9	35,3	5,5	15,2	10,8	15,9	50,4	30,5	23,7	17,0	-3,5
<b>May</b>	P 18 328	13,0	12,3	10,0	-13,2	19,4	17,4	19,5	10,8	7,0	13,3	19,0	25,7	25,4	44,0	10,3
<b>Jun</b>	P 17 954	10,8	6,3	8,2	9,1	4,9	29,4	3,7	7,9	5,1	8,7	35,3	5,0	13,9	38,6	12,1
<b>Jul</b>	P 18 635	13,8	8,8	1,6	34,5	9,4	15,8	8,9	14,3	8,1	9,6	-10,1	21,3	8,0	6,5	5,6
<b>Ago</b>	P 15 444	20,0	17,4	17,0	15,0	18,0	-1,4	19,8	19,3	16,3	19,3	16,4	25,6	21,3	25,1	34,6

**POR TIPOS DE PRODUCTOS**  
Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



**POR AREAS GEOGRÁFICAS**  
Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 4 y 5.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

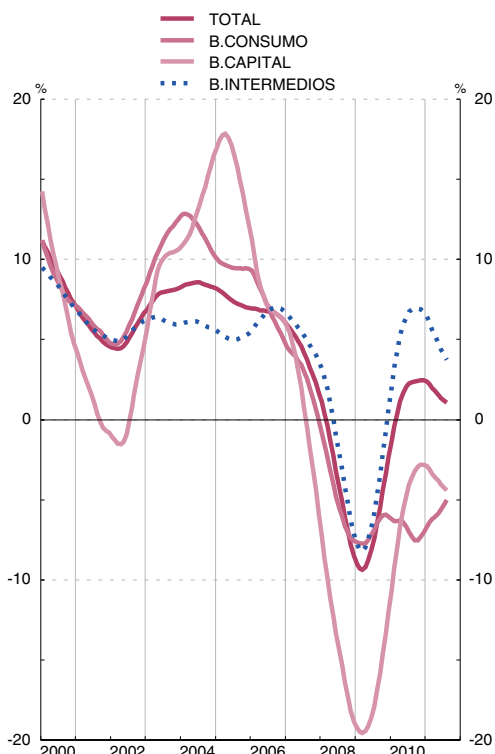
## 7.4. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. IMPORTACIONES E INTRODUCCIONES

■ Serie representada gráficamente.

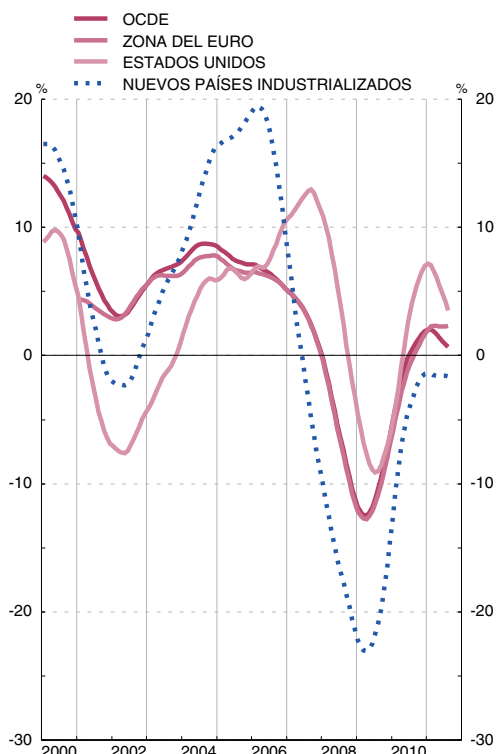
Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Total	Estados Unidos				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
<b>03</b>	185 114	5,6	7,1	9,6	12,9	4,8	1,0	5,9	5,8	5,3	5,8	-4,8	-1,0	12,9	16,6	1,1
<b>04</b>	208 411	12,6	9,9	13,5	14,4	7,3	10,6	6,4	9,9	10,0	11,3	9,3	17,9	7,9	26,8	14,6
<b>05</b>	232 954	11,8	6,4	8,4	17,6	3,3	11,1	1,1	5,6	5,3	6,1	-0,1	40,8	29,3	37,3	11,2
<b>06</b>	262 687	12,8	8,5	7,3	2,5	10,2	6,1	11,5	8,4	8,0	8,5	14,7	25,3	24,1	22,7	28,6
<b>07</b>	285 038	8,5	7,6	5,8	10,8	7,8	4,0	8,9	10,5	11,0	9,8	16,4	-6,3	-6,8	28,7	-3,7
<b>08</b>	283 388	-0,6	-4,5	-6,4	-14,3	-1,9	5,8	-3,9	-8,2	-8,8	-7,4	12,9	37,4	16,6	10,8	-16,1
<b>09</b>	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
<b>10 Jul</b>	P 20 666	16,7	11,1	-11,3	16,2	22,0	5,7	27,8	9,1	10,5	11,3	49,5	39,3	35,1	44,2	-18,2
<b>Ago</b>	P 17 334	18,8	6,9	-10,9	22,9	14,5	-0,0	20,7	8,2	7,8	7,9	21,8	30,4	57,5	41,8	4,0
<b>Sep</b>	P 20 248	4,9	-1,2	-21,2	-4,2	9,7	1,1	12,2	-3,3	-1,9	-2,2	13,5	6,0	1,6	40,9	9,3
<b>Oct</b>	P 21 093	12,0	3,7	-19,0	8,1	15,0	2,4	19,1	3,1	3,9	6,7	17,6	18,4	38,5	28,4	-5,6
<b>Nov</b>	P 21 405	13,1	4,2	-12,8	12,1	11,5	4,7	13,6	4,2	2,9	6,1	17,2	14,3	69,3	26,7	9,9
<b>Dic</b>	P 21 321	20,2	9,8	-8,8	-4,5	21,5	18,6	22,4	9,5	8,5	10,3	40,8	41,9	51,1	20,5	7,3
<b>11 Ene</b>	P 20 882	25,8	12,8	-2,1	21,1	17,4	22,6	15,7	15,4	15,0	18,2	32,9	39,8	49,6	22,4	-2,9
<b>Feb</b>	P 20 387	16,2	5,5	-0,1	-1,9	8,4	1,5	10,4	11,0	13,6	12,3	36,4	26,8	19,8	9,6	8,1
<b>Mar</b>	P 24 239	15,7	3,9	-1,2	-8,0	7,3	-6,0	11,0	13,6	15,5	14,2	19,9	3,4	4,2	-4,4	7,8
<b>Abr</b>	P 21 306	8,5	-2,2	-8,0	-11,6	1,0	-1,3	1,7	2,2	2,2	2,8	21,4	1,8	68,5	0,7	-20,1
<b>May</b>	P 21 738	6,7	2,6	-10,4	2,5	7,8	-3,5	10,9	2,0	5,6	3,0	-3,0	16,4	3,4	5,7	7,0
<b>Jun</b>	P 21 878	4,6	-2,5	-7,7	-5,8	-0,3	2,5	-1,1	-4,0	-4,3	-2,7	11,9	-1,0	20,7	2,1	-8,4
<b>Jul</b>	P 20 277	-1,9	-10,3	-10,1	-14,7	-10,0	-12,3	-9,3	-6,7	-6,2	-6,5	1,1	9,8	26,1	-16,4	-3,8
<b>Ago</b>	P 20 366	17,5	11,5	12,1	8,4	11,8	6,2	13,7	15,3	15,2	15,5	28,7	13,5	18,9	8,8	23,8

**POR TIPOS DE PRODUCTOS**  
Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



**POR AREAS GEOGRÁFICAS**  
Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 2 y 3.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

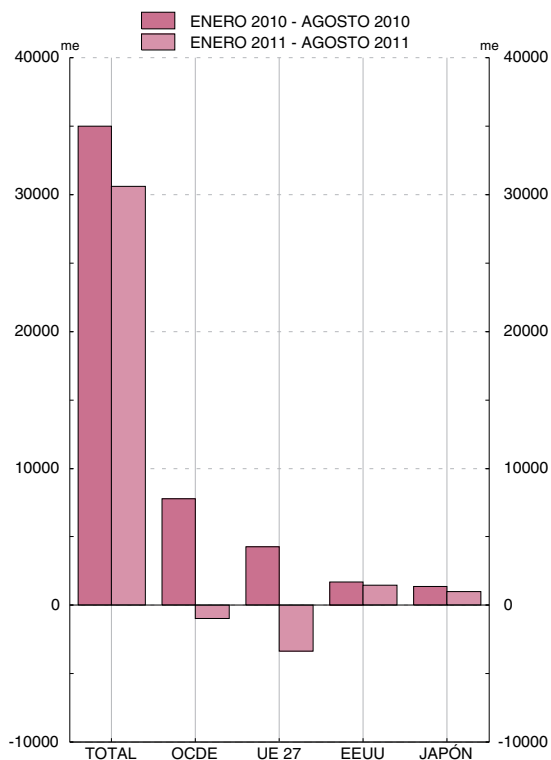


**7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO.  
DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL**

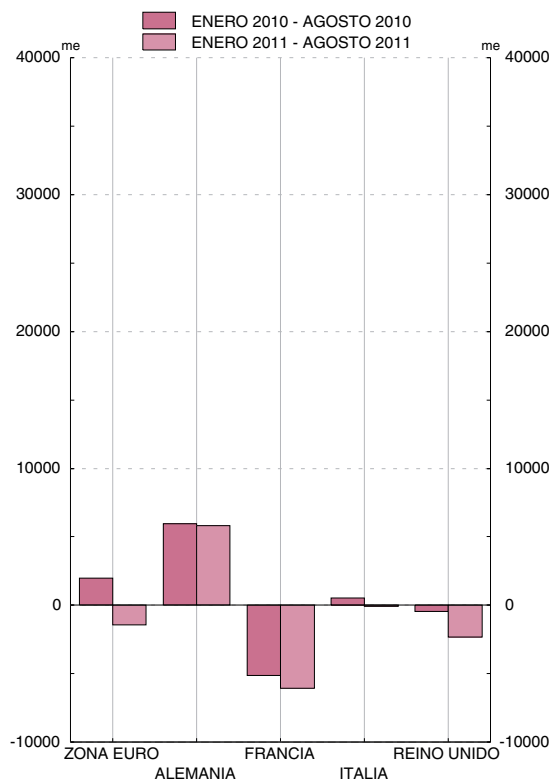
Millones de euros

	1	Unión Europea (UE 27)						OCDE					12	13	14	15		
		2=3+7	Zona del Euro			Resto de la UE 27		9	Del cual:			10					11	
			3	Del cual:			7		8	Total	EEUU							Japón
				4	5	6												
			Alemania	Francia	Italia		Reino Unido											
<b>04</b>		-61 486	-25 991	-25 267	-16 282	-3 353	-5 671	-724	472	-36 990	-1 692	-4 583	-8 325	-1 784	-7 369	-3 104		
<b>05</b>		-77 950	-30 703	-29 422	-16 749	-3 112	-6 938	-1 281	-210	-41 592	-1 092	-4 769	-12 938	-3 089	-10 182	-3 411		
<b>06</b>		-92 249	-33 547	-32 172	-18 689	-1 625	-7 184	-1 375	294	-45 357	-1 062	-4 652	-17 031	-3 316	-12 647	-4 564		
<b>07</b>		-100 015	-40 176	-38 176	-23 752	-214	-8 375	-2 000	133	-53 745	-2 555	-4 779	-14 682	-3 477	-16 366	-4 347		
<b>08</b>		-94 160	-26 262	-26 264	-19 612	3 019	-6 608	1	356	-39 284	-3 739	-3 663	-20 561	-4 971	-18 340	-3 296		
<b>09</b>		-46 227	-9 068	-6 762	-9 980	6 787	-1 847	-2 306	187	-15 547	-2 742	-1 958	-10 701	-2 641	-12 471	-1 532		
<b>10</b>	P	-52 283	-4 192	-1 241	-8 486	8 399	-398	-2 951	709	-9 822	-2 834	-2 048	-17 286	-4 162	-16 219	-1 244		
<b>10 Jul</b>	P	-4 288	-258	-118	-760	567	-118	-140	240	-596	-151	-111	-1 610	-201	-1 551	-75		
<b>Ago</b>	P	-4 460	-510	-461	-553	156	8	-49	-18	-688	-106	-133	-1 457	-342	-1 503	-74		
<b>Sep</b>	P	-4 346	-134	68	-817	934	-10	-202	46	-404	-256	-179	-1 196	-408	-1 695	-102		
<b>Oct</b>	P	-3 700	422	404	-564	843	153	18	257	-388	-276	-148	-1 484	-246	-1 427	-87		
<b>Nov</b>	P	-3 880	314	483	-548	873	189	-170	64	-268	-261	-180	-1 174	-522	-1 355	-139		
<b>Dic</b>	P	-5 365	-513	-208	-600	630	-225	-305	-94	-982	-345	-150	-1 873	-472	-1 339	-122		
<b>11 Ene</b>	P	-4 927	299	322	-374	591	50	-23	111	-116	-284	-134	-1 901	-398	-1 434	-131		
<b>Feb</b>	P	-3 250	413	362	-625	767	-79	51	230	150	-174	-168	-1 618	70	-1 209	-109		
<b>Mar</b>	P	-4 594	-300	-451	-1 091	741	-38	151	376	-568	-237	-181	-1 491	-419	-1 181	-216		
<b>Abr</b>	P	-3 962	240	-173	-866	743	-75	413	274	-200	-141	-118	-1 428	-822	-1 069	-107		
<b>May</b>	P	-3 410	338	174	-754	759	69	164	290	235	-100	-66	-1 410	-336	-1 250	-116		
<b>Jun</b>	P	-3 925	597	492	-699	1 003	40	105	207	395	-116	-114	-1 542	-391	-1 277	-78		
<b>Jul</b>	P	-1 642	2 013	1 159	-528	989	181	854	532	1 496	-237	-103	-1 695	-371	-1 235	-52		
<b>Ago</b>	P	-4 922	-264	-461	-859	463	-53	198	326	-434	-197	-109	-1 583	-394	-1 599	-74		

**DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO**



**DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO**



FUENTE: ME.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 3 y 5.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

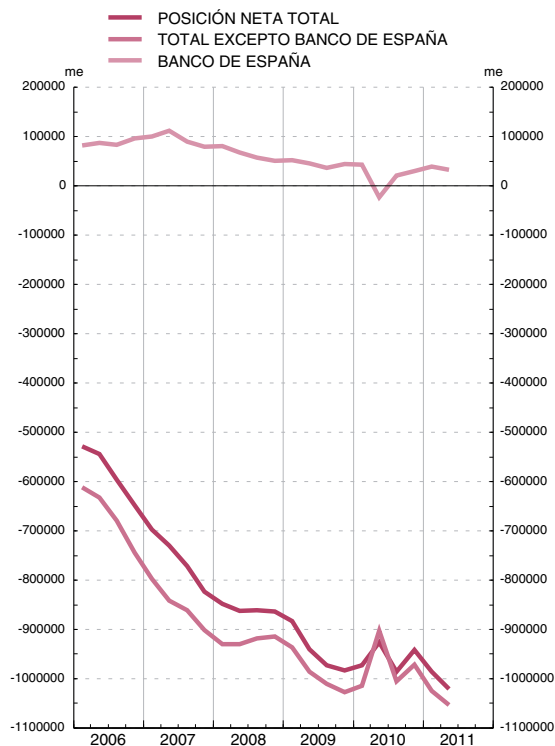
## 7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

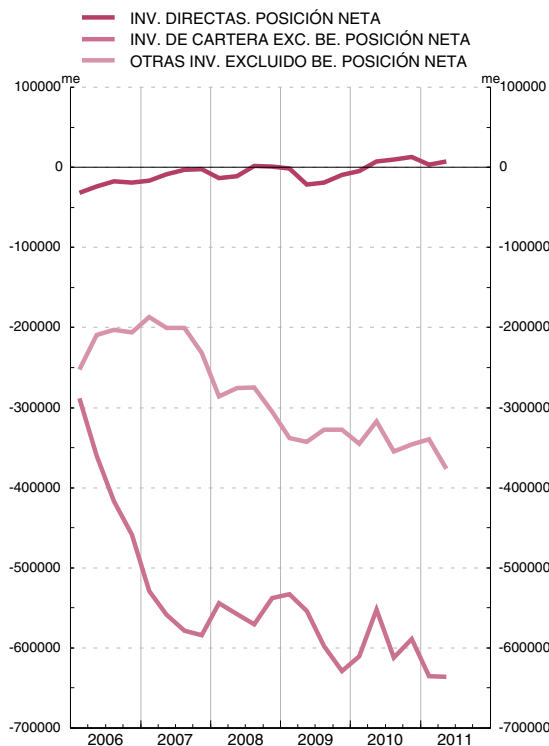
Saldos a fin de periodo en mm de euros

Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España											Banco de España				
	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Derivados financieros Posición neta (activos-pasivos)	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos netos frente al Euro-sistema	Otros activos netos (activos-pasivos) (a)	
		Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)						
	1= 2+13	2= 3+6+9+12	3=4-5	4	5	6=7-8	7	8	9=10-11	10	11	12	13= 14 a 16	14	15	16
<b>03</b>	-354,3	-410,3	-93,9	175,0	268,9	-102,3	319,8	422,0	-214,2	204,0	418,1	...	56,1	21,2	18,3	16,6
<b>04</b>	-436,4	-504,5	-91,9	207,2	299,1	-203,2	359,3	562,5	-209,4	222,2	431,6	...	68,1	14,5	31,9	21,7
<b>05</b>	-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
<b>06</b>	-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
<b>07</b>	-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
<b>08 //</b>	-862,7	-929,9	-10,8	407,9	418,7	-620,2	393,9	1 014,1	-275,5	417,2	692,7	-23,4	67,2	12,7	-7,5	62,0
<b>08 ///</b>	-861,3	-918,4	1,7	422,6	420,9	-633,6	380,5	1 014,1	-274,8	423,1	697,9	-11,7	57,0	13,8	-19,6	62,8
<b>08 IV</b>	-863,1	-914,0	1,3	424,4	423,2	-603,7	354,2	958,0	-305,1	386,6	691,8	-6,4	50,9	14,5	-30,6	67,0
<b>09 I</b>	-883,6	-935,9	-1,2	414,9	416,1	-596,6	342,1	938,7	-338,1	374,5	712,5	0,0	52,3	15,7	-27,4	64,0
<b>09 II</b>	-940,1	-985,5	-21,5	423,4	444,9	-614,2	363,2	977,4	-342,5	370,6	713,2	-7,3	45,4	15,1	-30,5	60,7
<b>09 III</b>	-973,3	-1 010,2	-19,1	427,7	446,8	-658,3	376,9	1 035,3	-327,9	365,1	693,0	-4,9	36,9	18,3	-42,6	61,2
<b>09 IV</b>	-982,7	-1 026,8	-9,3	429,0	438,3	-689,3	378,6	1 067,9	-327,2	370,5	697,7	-1,0	44,1	19,6	-36,4	60,9
<b>10 I</b>	-972,2	-1 014,6	-4,7	435,8	440,5	-670,2	385,7	1 055,9	-345,5	364,2	709,7	5,7	42,4	20,9	-38,5	60,0
<b>10 II</b>	-926,5	-903,1	7,1	450,5	443,4	-605,4	358,7	964,1	-316,8	373,0	689,8	12,0	-23,4	24,4	-100,8	53,1
<b>10 III</b>	-985,1	-1 005,3	9,4	459,1	449,7	-663,8	339,8	1 003,6	-355,1	355,2	710,3	4,3	20,2	22,6	-54,3	51,9
<b>10 IV</b>	-941,3	-971,7	13,2	473,0	459,7	-641,3	317,7	959,1	-346,2	374,0	720,2	2,7	30,3	23,9	-46,1	52,5
<b>11 I</b>	-985,1	-1 024,5	3,3	469,9	466,5	-686,7	307,3	994,0	-339,6	382,5	722,2	-1,5	39,5	23,2	-35,2	51,5
<b>11 II</b>	-1 021,3	-1 053,4	7,5	478,1	470,6	-684,6	298,7	983,3	-376,1	386,8	762,9	-0,3	32,2	23,5	-40,6	49,3

### 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.

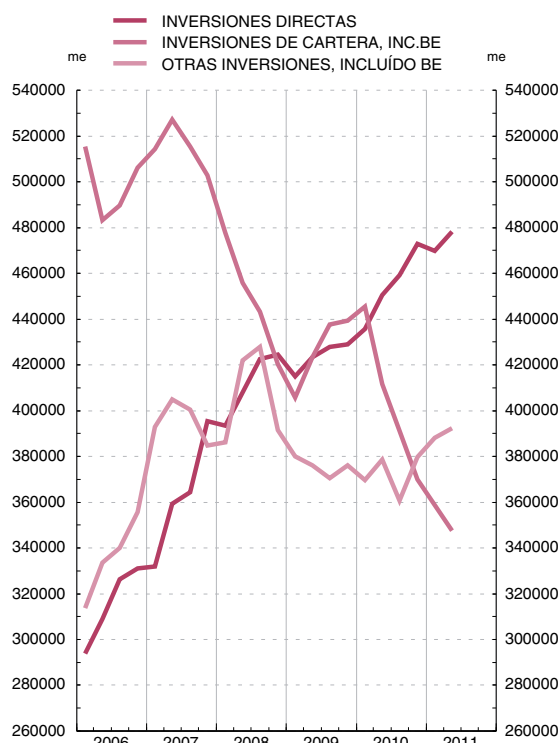
## 7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

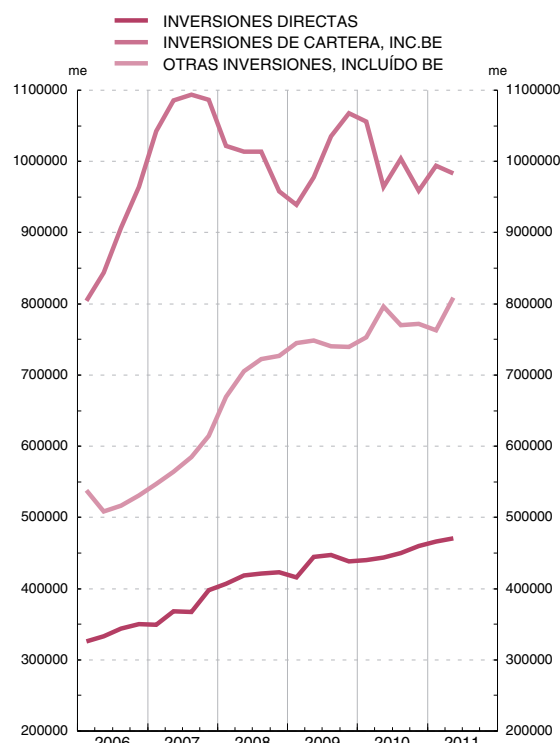
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	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	
<b>03</b>	160 519	14 477	207 096	61 828	62 677	273 344	147 878	274 166	222 670	418 202	-	-
<b>04</b>	189 622	17 627	231 649	67 501	78 053	302 067	183 211	379 279	254 992	431 651	-	-
<b>05</b>	236 769	22 133	250 641	75 322	104 157	388 472	197 347	531 035	287 551	504 831	-	-
<b>06</b>	307 902	23 206	271 313	79 125	133 193	373 001	245 683	718 897	355 621	531 211	32 973	42 569
<b>07</b>	368 306	27 086	307 278	90 696	132 955	369 758	282 331	804 609	384 714	614 829	44 642	63 487
<b>08 //</b>	380 219	27 659	329 774	88 933	97 307	358 629	216 631	797 428	421 982	704 984	58 579	82 016
<b>08 ///</b>	391 877	30 743	323 994	96 913	82 732	360 523	200 218	813 893	427 889	722 208	70 066	81 757
<b>08 IV</b>	393 430	31 011	320 664	102 489	83 146	357 229	170 143	787 812	391 414	726 987	108 278	114 027
<b>09 /</b>	382 686	32 222	312 860	103 269	54 989	350 665	142 151	796 597	379 934	745 031	111 670	111 538
<b>09 //</b>	392 725	30 644	324 466	120 387	62 698	360 773	177 670	799 699	376 073	748 753	92 879	100 032
<b>09 ///</b>	400 116	27 608	329 441	117 369	74 037	363 555	218 943	816 315	370 544	740 493	85 194	90 098
<b>09 IV</b>	404 189	24 843	327 238	111 090	81 229	357 947	222 620	845 284	375 982	739 139	77 449	78 498
<b>10 /</b>	410 966	24 832	331 034	109 467	91 998	353 521	199 350	856 507	369 684	753 365	93 867	88 286
<b>10 //</b>	423 592	26 919	333 740	109 691	90 402	321 202	170 376	793 757	378 474	795 700	118 304	106 522
<b>10 ///</b>	429 281	29 801	338 676	111 053	91 763	299 508	195 464	808 125	360 616	769 768	121 434	117 049
<b>10 IV</b>	440 980	32 000	345 800	113 943	94 830	275 052	182 623	776 434	379 584	771 557	95 116	92 459
<b>11 /</b>	438 344	31 530	354 835	111 695	95 262	263 342	206 215	787 827	388 126	762 832	80 724	82 170
<b>11 //</b>	446 176	31 962	358 958	111 639	94 144	253 377	197 382	785 920	392 424	808 659	83 770	84 040

### INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



### INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

a. Véase la nota b al cuadro 17.21 del Boletín Estadístico.

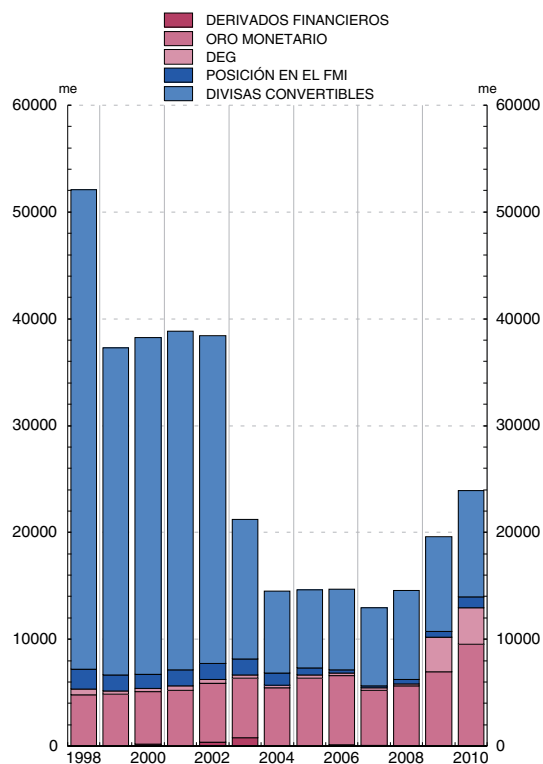
## 7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

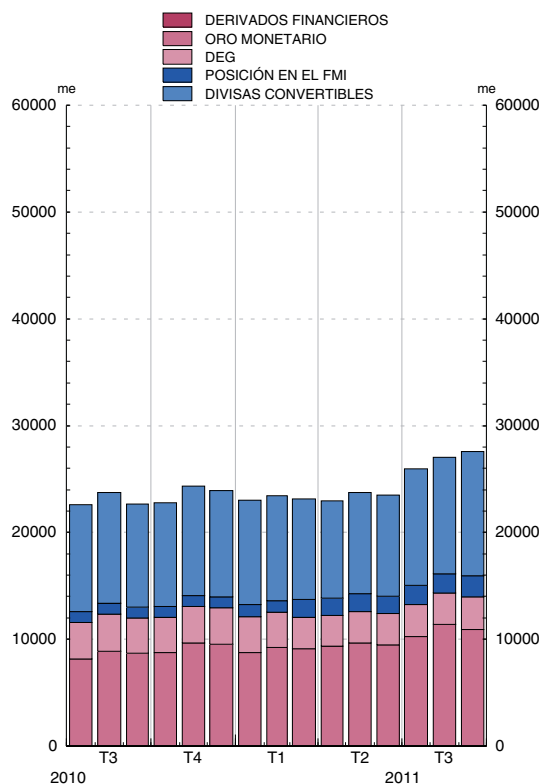
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Millones de onzas troy
	1	2	3	4	5	6	7
<b>05</b>	14 601	7 306	636	281	6 400	-21	14,7
<b>06</b>	14 685	7 533	303	254	6 467	127	13,4
<b>07</b>	12 946	7 285	218	252	5 145	46	9,1
<b>08</b>	14 546	8 292	467	160	5 627	-	9,1
<b>09</b>	19 578	8 876	541	3 222	6 938	-	9,1
<b>10</b>							
<i>Abr</i>	21 657	9 627	644	3 352	8 034	-	9,1
<i>May</i>	23 870	10 444	1 078	3 509	8 839	-	9,1
<i>Jun</i>	24 353	10 555	1 091	3 537	9 169	-	9,1
<i>Jul</i>	22 626	10 029	1 055	3 412	8 130	-	9,1
<i>Ago</i>	23 717	10 368	1 018	3 466	8 865	-	9,1
<i>Sep</i>	22 641	9 629	995	3 320	8 697	-	9,1
<i>Oct</i>	22 754	9 696	990	3 302	8 766	-	9,1
<i>Nov</i>	24 351	10 279	1 024	3 416	9 632	-	9,1
<i>Dic</i>	23 905	9 958	995	3 396	9 555	-	9,1
<b>11</b>							
<i>Ene</i>	23 034	9 769	1 158	3 345	8 762	-	9,1
<i>Feb</i>	23 410	9 812	1 040	3 322	9 235	-	9,1
<i>Mar</i>	23 159	9 439	1 643	2 957	9 119	-	9,1
<i>Abr</i>	22 965	9 102	1 606	2 891	9 365	-	9,1
<i>May</i>	23 734	9 452	1 676	2 943	9 664	-	9,1
<i>Jun</i>	23 471	9 420	1 667	2 938	9 447	-	9,1
<i>Jul</i>	25 955	10 908	1 809	2 979	10 259	-	9,1
<i>Ago</i>	27 004	10 878	1 796	2 958	11 373	-	9,1
<i>Sep</i>	27 566	11 619	1 953	3 072	10 922	-	9,1

ACTIVOS DE RESERVA  
SALDOS FIN DE AÑO



ACTIVOS DE RESERVA  
SALDOS FIN DE MES



FUENTE: BE.

Nota: A partir de enero de 1999, no se consideran activos de reserva ni los denominados en euros ni en monedas distintas del euro frente a los residentes en países de la zona euro. Hasta diciembre de 1998, los datos en pesetas han sido convertidos a euros con el tipo irrevocable. Desde enero de 1999, todos los activos de reserva se valoran a precios de mercado. Desde enero de 2000, los datos de activos de reserva están elaborados de acuerdo con las nuevas normas metodológicas publicadas por el FMI en el documento 'International Reserves and Foreign Currency Liquidity Guidelines for a Data Template', octubre de 2001, (<http://dsbb.imf.org/Applications/web/sddsguide>). Con esta nueva definición, el importe total de activos de reserva a 31 de diciembre de 1999 hubiera sido de 37.835 millones de euros, en lugar de los 37.288 millones de euros que constan en el cuadro.

**7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN**

Saldos a fin de periodo

Millones de euros

	Administraciones Públicas							Otras instituciones financieras monetarias				
	Total deuda externa	Total	Corto plazo		Largo plazo			Total	Corto plazo		Largo plazo	
			Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales		Instrumentos del mercado monetario	Depósitos	Bonos y obligaciones	Depósitos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>07</b> /	1 523 843	215 134	5 446	443	190 503	18 742	-	684 742	11 316	294 402	269 682	109 341
///	1 542 085	207 145	4 820	1 329	182 455	18 541	-	707 016	15 079	308 889	273 907	109 140
IV	1 563 730	197 835	4 653	878	173 266	19 038	-	724 116	21 248	327 391	261 177	114 300
<b>08</b> /	1 596 725	200 163	6 329	558	173 668	19 607	-	768 529	20 424	380 522	256 302	111 281
//	1 651 445	202 260	5 594	162	177 009	19 495	-	794 086	22 729	399 932	258 374	113 051
///	1 690 245	217 747	9 722	494	187 624	19 907	-	792 491	21 269	400 051	258 393	112 778
IV	1 672 021	233 755	12 480	2 099	198 366	20 810	-	766 311	12 224	400 691	249 210	104 187
<b>09</b> /	1 700 345	243 079	15 801	480	204 677	22 122	-	783 924	15 149	411 446	248 633	108 696
//	1 729 068	256 709	21 125	978	211 334	23 272	-	785 982	14 200	409 692	251 728	110 363
///	1 738 702	275 890	31 005	709	219 370	24 806	-	769 833	14 217	391 123	256 821	107 671
IV	1 763 167	299 691	44 479	532	229 558	25 121	-	782 741	14 873	384 509	260 201	123 157
<b>10</b> /	1 794 456	318 698	51 915	117	240 354	26 312	-	790 665	16 642	399 817	257 133	117 073
//	1 775 129	293 571	39 746	195	225 671	27 959	-	743 171	12 157	378 888	240 537	111 589
///	1 761 337	303 800	39 461	935	234 755	28 649	-	760 466	10 926	396 110	245 257	108 173
IV	1 733 790	290 968	36 687	979	223 227	30 075	-	762 765	9 906	425 112	241 175	86 572
<b>11</b> /	1 734 730	307 975	34 674	489	242 102	30 711	-	766 452	10 638	395 695	241 501	118 619
//	1 778 381	313 832	34 471	11	247 217	32 132	-	797 549	7 547	425 267	236 887	127 848

**7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN (CONT.)**

Saldos a fin de periodo

Millones de euros

	Autoridad monetaria		Otros sectores residentes								Inversión directa			
	Total (a)	Corto plazo Depósitos	Total	Corto plazo			Largo plazo					Total	Frente a:	
				Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Otros pasivos	Inversores directos		Afiladas	
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
<b>07</b> /	423	423	482 312	5 418	27 035	1 066	336 291	110 523	331	1 647	141 233	50 464	90 769	
///	277	277	494 727	2 553	22 020	854	345 252	122 021	339	1 688	132 920	52 206	80 714	
IV	3 550	3 550	493 937	701	20 981	314	343 564	126 473	331	1 573	144 292	55 165	89 128	
<b>08</b> /	1 855	1 855	484 555	927	22 022	473	328 226	130 418	358	2 132	141 624	56 104	85 520	
//	12 326	12 326	493 741	6 217	22 786	1 465	327 505	133 364	355	2 047	149 032	61 350	87 683	
///	24 276	24 276	501 587	18 093	25 024	1 342	318 792	136 110	362	1 865	154 144	62 559	91 585	
IV	35 233	35 233	479 500	13 329	22 307	2 668	302 204	136 854	361	1 777	157 223	65 142	92 080	
<b>09</b> /	32 491	32 491	482 134	20 122	18 297	3 275	292 216	145 546	393	2 285	158 717	69 922	88 795	
//	35 596	35 596	470 165	18 969	16 314	2 416	282 343	147 176	385	2 561	180 616	90 607	90 009	
///	47 538	47 538	463 546	13 249	15 298	2 322	281 652	147 913	419	2 694	181 894	89 759	92 135	
IV	41 400	41 400	460 591	17 935	12 956	2 052	278 237	146 168	419	2 825	178 744	73 743	105 001	
<b>10</b> /	43 673	43 673	456 836	14 634	13 806	2 895	275 829	145 699	424	3 550	184 584	69 063	115 521	
//	105 881	105 881	446 833	12 714	16 604	4 033	262 932	146 171	431	3 949	185 673	66 561	119 112	
///	59 477	59 477	454 151	14 032	16 178	4 337	263 695	151 349	421	4 139	183 444	66 452	116 992	
IV	51 323	51 323	442 935	11 929	16 980	3 549	253 510	152 407	422	4 138	185 799	66 781	119 018	
<b>11</b> /	40 665	40 665	435 566	11 724	18 177	3 086	247 188	150 852	415	4 123	184 071	67 236	116 836	
//	45 732	45 732	437 466	11 750	18 633	3 461	248 048	151 038	414	4 123	183 802	67 942	115 860	

FUENTE: BE.

a. Véase la nota b al cuadro 17.21 del Boletín Estadístico.

**8.1.a BALANCE DEL EUROSISTEMA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS**

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto en euros							Contrapartidas						
	Total	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos					Reservas mantenidas por entidades de crédito	
		Operac. principales de financiación (inyección)	Operac. de financiación a l/p (inyección)	Operac. de ajuste (neto)	Operac. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)		
		1=2+3+4 +5+6-7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11-12	9	10	11		12
<b>10</b>	<i>Abr</i>	518 251	72 798	663 740	-13 286	-	183	205 184	306 870	795 902	117 289	457 309	149 012	211 381
	<i>May</i>	527 612	97 546	692 289	-15 223	-	1 178	248 178	302 425	803 187	117 440	461 565	156 636	225 187
	<i>Jun</i>	538 701	129 940	713 202	-16 522	-	304	288 223	317 638	808 910	133 527	463 359	161 440	221 063
	<i>Jul</i>	502 230	197 804	418 108	11 093	-	261	125 035	300 156	817 564	103 637	543 196	77 849	202 074
	<i>Ago</i>	488 964	156 847	436 311	-9 174	-	569	95 589	280 646	817 554	81 380	543 363	74 925	208 318
	<i>Sep</i>	508 881	154 228	432 260	-6 635	-	547	71 520	284 256	813 964	97 492	543 285	83 915	224 624
	<i>Oct</i>	463 422	184 986	327 455	-984	-	662	48 697	265 250	813 259	95 670	511 143	132 536	198 171
	<i>Nov</i>	473 553	179 522	338 925	-4 462	-	1 776	42 207	258 331	813 937	91 614	511 275	135 946	215 222
	<i>Dic</i>	473 174	194 560	333 046	-116	-	819	55 135	244 377	832 289	82 373	512 369	157 916	228 797
<b>11</b>	<i>Ene</i>	423 017	184 834	303 292	-4 467	-	65	60 707	239 928	827 363	94 746	548 751	133 430	183 089
	<i>Feb</i>	448 819	159 033	323 186	-7 933	-	6 539	32 007	223 843	820 280	89 194	549 375	136 256	224 976
	<i>Mar</i>	416 301	106 478	336 508	-4 166	-	1 478	23 997	205 766	822 946	81 378	552 327	146 232	210 536
	<i>Abr</i>	396 372	96 912	322 853	-3 756	-	378	20 016	194 759	831 108	64 758	526 450	174 657	201 613
	<i>May</i>	406 998	121 578	315 687	-6 504	-	252	24 016	190 096	833 005	53 806	526 287	170 428	216 902
	<i>Jun</i>	431 648	134 617	315 438	-1 346	-	158	17 219	217 454	842 535	75 422	528 083	172 420	214 194
	<i>Jul</i>	428 135	155 735	314 193	-3 563	-	123	38 354	218 792	851 836	74 499	541 021	166 522	209 343
	<i>Ago</i>	415 158	152 276	371 089	-6 310	-	467	102 365	198 249	854 163	56 888	540 662	172 140	216 908
	<i>Sep</i>	385 451	159 698	379 582	-7 589	-	613	146 852	184 329	852 472	47 300	543 854	171 590	201 122

**8.1.b BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS**

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto en euros							Contrapartidas								
	Total	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Posición intrasistema		Factores autónomos					Reservas mantenidas por entidades de crédito	
		Oper. principales de financ. (inyección)	Oper. de financiación a l/p (inyección)	Oper. de ajuste (neto)	Oper. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Target	Resto	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)		
		14=15+16 +17+18 +19-20	15	16	17	18	19	20	21	22	23=24+25 -26-27	24	25	26		27
<b>10</b>	<i>Abr</i>	74 603	1 351	89 436	-861	-	-	15 323	41 475	-5 447	12 505	76 714	30 938	17 390	77 757	26 070
	<i>May</i>	86 451	7 984	97 566	-952	-	2	18 150	53 407	-5 447	11 686	76 313	30 862	17 638	77 850	26 805
	<i>Jun</i>	126 518	30 119	106 371	-390	-	55	9 638	92 411	-5 447	14 131	76 968	31 662	17 802	76 696	25 422
	<i>Jul</i>	131 891	31 057	108 960	1 377	-	-	9 503	102 620	-5 447	9 993	78 104	21 305	20 533	68 883	24 725
	<i>Ago</i>	114 748	15 500	110 128	-947	-	-	9 933	88 651	-5 447	8 353	77 088	17 100	20 528	65 308	23 191
	<i>Sep</i>	102 782	7 334	104 423	-353	-	-	8 620	77 026	-5 447	4 733	75 443	15 414	20 479	65 646	26 471
	<i>Oct</i>	67 947	13 512	57 773	662	-	1	4 002	49 480	-5 447	-170	74 449	18 195	19 186	73 628	24 084
	<i>Nov</i>	61 527	13 352	51 105	155	-	-	3 084	42 571	-5 447	-131	73 297	20 212	19 224	74 416	24 534
	<i>Dic</i>	66 986	22 197	47 538	241	-	-	2 990	50 767	-5 465	-6 565	75 356	14 283	19 258	76 945	28 249
<b>11</b>	<i>Ene</i>	53 646	17 882	39 237	-347	-	4	3 131	51 551	-5 585	-13 806	74 555	8 039	20 445	75 955	21 486
	<i>Feb</i>	49 268	14 803	36 141	-402	-	-	1 273	43 382	-5 585	-13 975	73 006	10 280	20 545	76 716	25 447
	<i>Mar</i>	42 244	9 090	34 734	-240	-	-	1 340	40 606	-5 585	-17 499	72 689	7 193	20 785	76 596	24 721
	<i>Abr</i>	42 227	10 830	32 991	-544	-	-	1 050	43 621	-5 585	-18 560	73 096	6 828	19 781	78 702	22 751
	<i>May</i>	53 134	18 422	39 430	-487	-	0	4 231	50 085	-5 585	-16 970	71 609	8 699	19 822	77 456	25 604
	<i>Jun</i>	47 777	11 506	37 949	-127	-	40	1 591	47 536	-5 585	-17 618	71 283	9 185	19 886	78 200	23 444
	<i>Jul</i>	52 053	21 686	35 678	-206	-	74	5 179	53 344	-5 585	-20 478	71 836	6 329	21 185	77 459	24 772
	<i>Ago</i>	69 918	36 767	44 840	-435	-	51	11 304	69 880	-5 585	-18 545	70 845	11 743	21 543	79 590	24 169
	<i>Sep</i>	69 299	32 965	46 394	-225	-	0	9 835	82 810	-5 585	-30 491	68 987	8 879	21 636	86 721	22 565

FUENTES: BCE para el cuadro 8.1.a y BE para el cuadro 8.1.b.

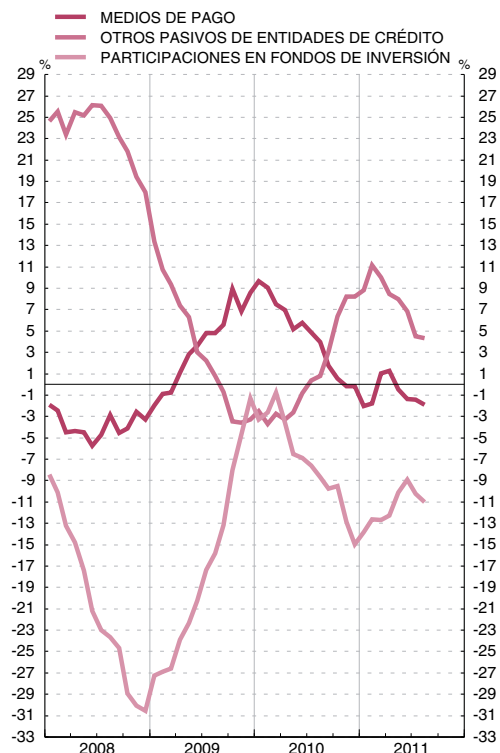
## 8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

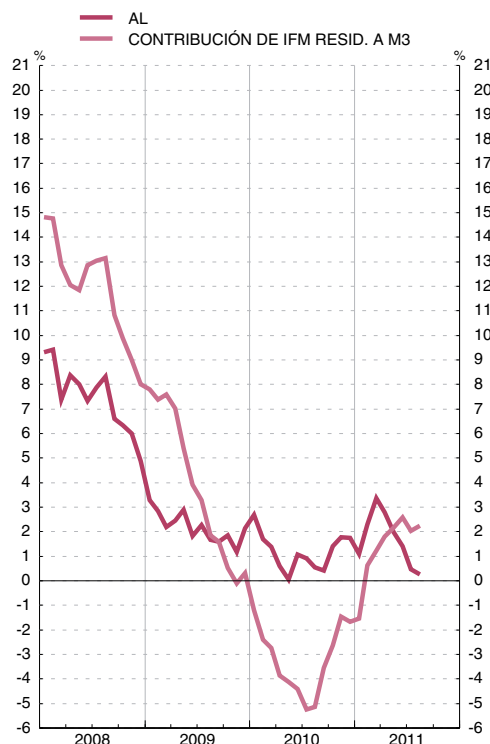
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión				Pro memoria	
	Saldos	1 T 12	T 1/12		Saldos	1 T 12	T 1/12			Saldos	1 T 12	T 1/12		AL (e)	Contribución de IFM resid. a M3
			Efec- tivo	Depó- sitos (b)			Otros depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de en- tidades de cré- dito	Depó- sitos en su- cursales en ex- terior			Renta fija en euros (d)	Resto		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>08</b>	479 495	-3,3	0,5	-4,2	545 753	18,0	24,3	-21,2	-8,9	148 107	-30,6	-16,7	-41,3	4,9	8,0
<b>09</b>	520 512	8,6	0,6	10,6	527 870	-3,3	-1,3	-16,3	-39,8	146 214	-1,3	0,5	-3,2	2,1	0,3
<b>10</b>	519 551	-0,2	-0,3	-0,1	571 361	8,2	6,4	37,5	-22,2	124 357	-14,9	-29,5	1,6	1,7	-1,7
<b>10</b>															
May	513 534	5,2	0,3	6,4	529 833	-2,6	-0,1	-21,3	-40,7	137 385	-6,5	-13,2	1,4	0,0	-4,1
Jun	532 191	5,8	0,8	7,0	537 026	-0,8	1,4	-19,1	-22,1	133 721	-6,9	-16,4	4,2	1,1	-4,4
Jul	524 832	4,9	0,8	5,9	544 535	0,4	2,7	-17,8	-30,8	133 385	-7,6	-20,8	8,1	0,9	-5,2
Ago	518 585	4,0	0,7	4,8	546 058	0,8	2,7	-14,2	-29,3	132 909	-8,7	-22,6	8,1	0,5	-5,1
Sep	511 873	1,7	0,7	2,0	552 730	3,1	4,9	-9,1	-36,3	131 280	-9,7	-25,6	9,9	0,4	-3,5
Oct	507 466	0,6	0,1	0,7	558 783	6,4	7,2	4,1	-33,3	130 626	-9,5	-26,1	10,7	1,4	-2,6
Nov	505 196	-0,2	-0,4	-0,1	566 601	8,2	7,5	23,6	-24,9	125 886	-12,9	-28,6	6,2	1,8	-1,5
Dic	519 551	-0,2	-0,3	-0,1	571 361	8,2	6,4	37,5	-22,2	124 357	-14,9	-29,5	1,6	1,7	-1,7
<b>11</b>															
Ene	505 829	-2,0	-0,3	-2,4	570 833	8,8	7,1	36,9	-20,5	124 909	-13,8	-30,5	5,2	1,1	-1,5
Feb	507 405	-1,8	-0,4	-2,1	576 733	11,1	8,8	46,7	-11,5	125 719	-12,6	-30,6	7,1	2,3	0,6
Mar	515 644	1,0	-1,2	1,6	577 416	10,0	7,5	46,6	1,8	125 307	-12,7	-28,5	3,7	3,4	1,2
Abr	513 405	1,3	-0,5	1,7	568 851	8,5	7,9	19,9	-16,1	124 736	-12,3	-28,0	3,9	2,8	1,8
May	511 092	-0,5	-1,7	-0,2	572 063	8,0	7,4	16,4	0,5	123 511	-10,1	-25,8	5,7	2,0	2,2
Jun	524 957	-1,4	-2,0	-1,2	573 846	6,9	7,0	8,1	-13,4	121 791	-8,9	-20,9	2,4	1,4	2,6
Jul	517 278	-1,4	-2,2	-1,3	569 103	4,5	4,5	7,8	-17,0	119 743	-10,2	-18,7	-2,9	0,5	2,0
Ago	508 589	-1,9	-2,1	-1,9	569 744	4,3	4,6	9,0	-60,1	118 264	-11,0	-17,5	-5,5	0,3	2,2

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.

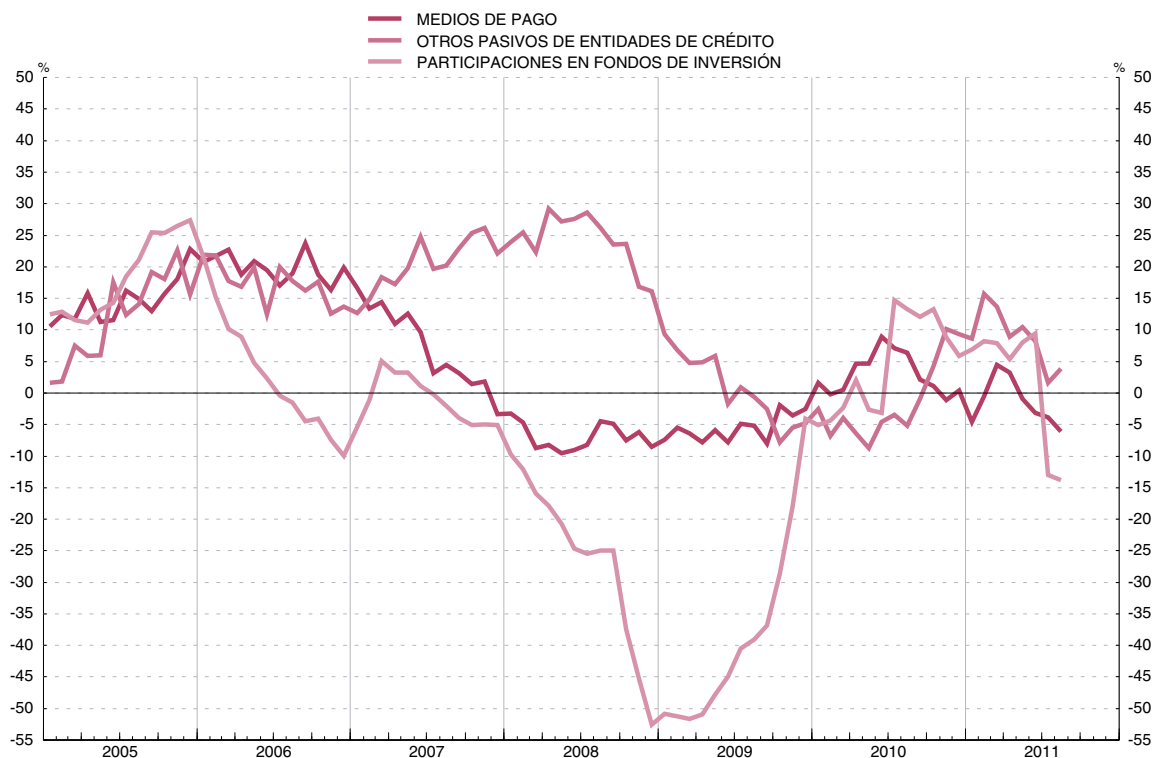
### 8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ 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	
<b>08</b>	121 783	-8,6	118 058	16,2	25,1	-0,8	11 959	-52,5	-42,7	-60,1	
<b>09</b>	118 631	-2,6	112 469	-4,7	9,2	-38,2	11 475	-4,0	-6,4	-1,4	
<b>10</b>	119 142	0,4	122 915	9,3	6,1	23,0	12 153	5,9	-9,4	22,1	
<b>10 May</b>	118 963	4,7	108 235	-8,7	3,4	-42,6	11 195	-2,7	-8,3	3,8	
<i>Jun</i>	125 313	8,9	111 321	-4,6	5,9	-35,2	10 897	-3,1	-11,8	6,7	
<i>Jul</i>	120 072	7,1	113 422	-3,4	6,9	-34,8	13 472	14,7	-1,4	33,7	
<i>Ago</i>	121 405	6,4	112 183	-5,2	2,5	-29,8	13 424	13,3	-3,7	33,6	
<i>Sep</i>	118 151	2,1	115 816	-1,0	5,8	-22,9	13 259	12,1	-7,3	36,0	
<i>Oct</i>	115 037	1,1	116 790	4,2	8,6	-11,6	12 766	13,3	-4,2	33,0	
<i>Nov</i>	115 219	-1,2	121 848	10,1	9,6	12,2	12 302	8,8	-7,9	27,6	
<i>Dic</i>	119 142	0,4	122 915	9,3	6,1	23,0	12 153	5,9	-9,4	22,1	
<b>11 Ene</b>	112 151	-4,6	117 779	8,6	5,4	22,9	12 228	6,9	-11,3	26,2	
<i>Feb</i>	116 384	-0,5	120 354	15,8	10,1	44,1	12 307	8,2	-11,5	28,5	
<i>Mar</i>	120 811	4,4	122 018	13,7	7,3	46,1	12 267	7,9	-9,1	24,5	
<i>Abr</i> P	117 865	3,3	117 652	8,9	5,2	26,1	12 211	5,4	-13,4	24,6	
<i>May</i> P	117 839	-0,9	119 557	10,5	5,9	33,5	12 091	8,0	-10,7	26,8	
<i>Jun</i> P	121 412	-3,1	120 490	8,2	5,0	23,5	11 923	9,4	-5,0	22,9	
<i>Jul</i> P	115 486	-3,8	115 306	1,7	-2,1	20,5	11 722	-13,0	-21,3	-5,8	
<i>Ago</i> P	114 048	-6,1	116 454	3,8	1,7	13,8	11 577	-13,8	-20,1	-8,3	

#### SOCIEDADES NO FINANCIERAS Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Efectivo, cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.



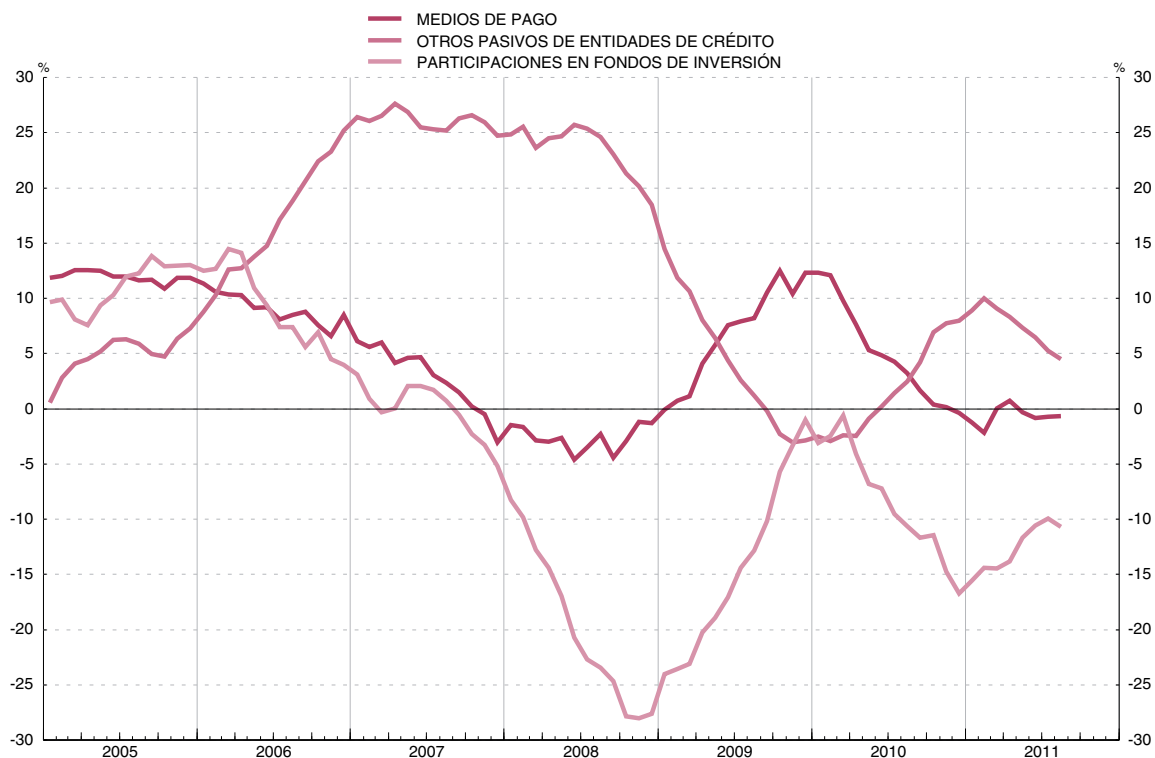
#### 8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	Saldos	Tasa 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	
<b>08</b>	357 712	-1,3	3,1	-2,7	427 695	18,5	24,2	-38,5	136 148	-27,6	-13,3	-38,7
<b>09</b>	401 881	12,3	3,5	15,3	415 401	-2,9	-3,5	8,9	134 738	-1,0	1,1	-3,4
<b>10</b>	400 409	-0,4	0,2	-0,5	448 446	8,0	6,5	34,3	112 204	-16,7	-31,1	-0,2
<b>10 May</b>	394 571	5,3	2,2	6,3	421 598	-0,9	-0,9	-1,5	126 190	-6,8	-13,6	1,2
<i>Jun</i>	406 878	4,9	2,5	5,6	425 705	0,2	0,4	-2,8	122 824	-7,2	-16,7	4,0
<i>Jul</i>	404 761	4,2	2,3	4,9	431 113	1,4	1,8	-3,2	119 913	-9,5	-22,5	5,9
<i>Ago</i>	397 180	3,2	2,0	3,6	433 876	2,5	2,8	-1,9	119 485	-10,6	-24,3	5,8
<i>Sep</i>	393 722	1,6	1,8	1,6	436 914	4,2	4,7	-2,8	118 021	-11,7	-27,2	7,6
<i>Oct</i>	392 429	0,4	1,0	0,2	441 993	7,0	6,9	8,4	117 860	-11,5	-27,8	8,7
<i>Nov</i>	389 977	0,1	0,3	0,1	444 753	7,7	7,0	20,2	113 584	-14,7	-30,3	4,3
<i>Dic</i>	400 409	-0,4	0,2	-0,5	448 446	8,0	6,5	34,3	112 204	-16,7	-31,1	-0,2
<b>11 Ene</b>	393 678	-1,3	0,2	-1,7	453 054	8,9	7,5	33,1	112 681	-15,6	-32,1	3,3
<i>Feb</i>	391 021	-2,2	0,2	-2,9	456 379	10,0	8,6	34,7	113 412	-14,4	-32,1	5,2
<i>Mar</i>	394 833	0,0	-0,6	0,3	455 398	9,1	7,5	36,5	113 040	-14,5	-30,1	1,9
<i>Abr</i> P	395 540	0,7	-0,0	1,0	451 199	8,3	8,5	6,5	112 525	-13,8	-29,3	2,0
<i>May</i> P	393 254	-0,3	-1,2	-0,1	452 506	7,3	7,7	1,4	111 420	-11,7	-27,1	3,8
<i>Jun</i> P	403 546	-0,8	-1,5	-0,6	453 355	6,5	7,4	-7,1	109 868	-10,5	-22,4	0,6
<i>Jul</i> P	401 792	-0,7	-1,8	-0,4	453 797	5,3	6,0	-5,9	108 021	-9,9	-18,4	-2,5
<i>Ago</i> P	394 541	-0,7	-1,6	-0,4	453 290	4,5	5,3	-8,7	106 687	-10,7	-17,2	-5,2

#### HOGARES E ISFLSH Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

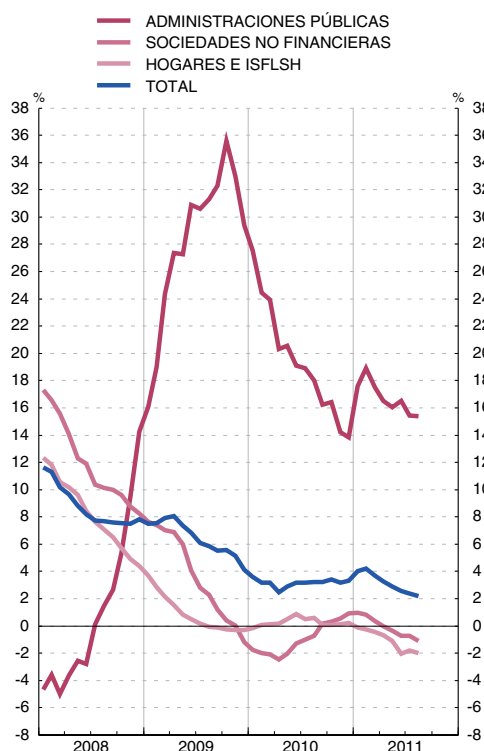
## 8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

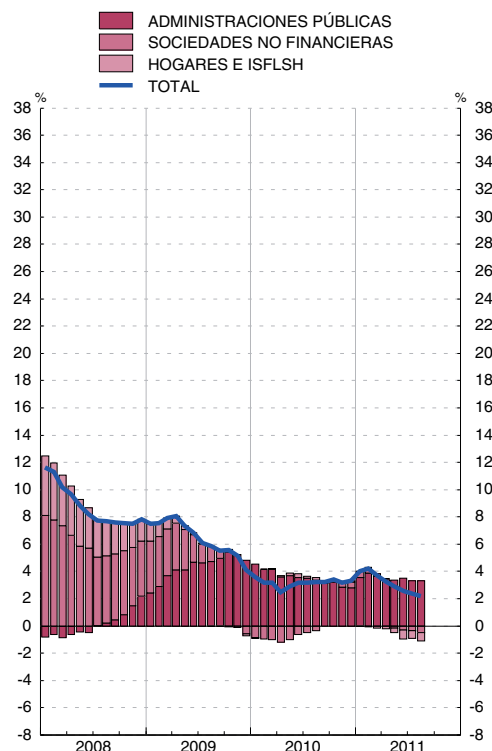
Millones de euros y porcentajes

	Total				Tasa interanual							Contribución a la tasa de total													
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH										Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH									
					Por sectores					Por instrumentos						Por sectores					Por instrumentos				
					Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior	Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		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									
<b>08</b>	2 655 191	192 830	7,8	14,3	6,6	8,2	4,4	5,6	11,8	12,4	2,2	5,6	4,0	1,6	4,0	0,2	1,4								
<b>09</b>	2 771 063	109 502	4,1	29,4	-0,8	-1,2	-0,3	-2,0	36,3	1,1	4,8	-0,7	-0,6	-0,1	-1,4	0,5	0,1								
<b>10</b>	2 852 205	91 858	3,3	13,8	0,6	0,9	0,2	-0,4	15,0	3,9	2,8	0,5	0,4	0,1	-0,3	0,3	0,5								
<b>10 May</b>	2 803 292	12 708	2,9	20,5	-1,0	-2,0	0,5	-2,0	42,6	-1,2	3,7	-0,8	-1,0	0,2	-1,4	0,7	-0,1								
<b>Jun</b>	2 827 582	24 833	3,2	19,1	-0,4	-1,3	0,9	-1,0	43,4	-2,7	3,5	-0,3	-0,6	0,3	-0,7	0,7	-0,3								
<b>Jul</b>	2 824 074	-2 437	3,2	18,9	-0,4	-1,0	0,5	-1,0	25,6	-1,0	3,5	-0,3	-0,5	0,2	-0,7	0,5	-0,1								
<b>Ago</b>	2 816 804	-7 105	3,2	18,0	-0,2	-0,7	0,6	-0,8	26,6	-0,9	3,4	-0,2	-0,4	0,2	-0,5	0,5	-0,1								
<b>Sep</b>	2 827 543	18 392	3,2	16,2	0,1	0,2	0,1	-0,7	28,4	0,3	3,1	0,1	0,1	0,0	-0,4	0,5	0,0								
<b>Oct</b>	2 842 583	16 761	3,4	16,4	0,2	0,3	0,1	-0,6	27,2	0,7	3,2	0,2	0,1	0,0	-0,4	0,5	0,1								
<b>Nov</b>	2 858 794	14 150	3,2	14,2	0,4	0,6	0,1	-0,4	18,6	1,5	2,9	0,3	0,3	0,0	-0,2	0,4	0,2								
<b>Dic</b>	2 852 205	-702	3,3	13,8	0,6	0,9	0,2	-0,4	15,0	3,9	2,8	0,5	0,4	0,1	-0,3	0,3	0,5								
<b>11 Ene</b>	2 856 625	5 435	4,0	17,6	0,5	1,0	-0,1	-0,5	11,8	4,1	3,6	0,4	0,5	-0,0	-0,3	0,2	0,5								
<b>Feb</b>	2 866 831	11 337	4,2	18,9	0,4	0,8	-0,3	-0,9	15,2	4,9	3,9	0,3	0,4	-0,1	-0,6	0,3	0,6								
<b>Mar</b>	2 868 770	4 942	3,7	17,5	0,0	0,3	-0,5	-1,0	10,5	3,8	3,7	0,0	0,2	-0,1	-0,7	0,2	0,5								
<b>Abr</b>	2 859 620	-7 282	3,3	16,5	-0,3	0,0	-0,7	-1,2	4,7	3,8	3,4	-0,2	0,0	-0,2	-0,8	0,1	0,5								
<b>May</b>	2 861 777	2 585	2,9	16,1	-0,7	-0,4	-1,1	-1,7	5,8	3,7	3,4	-0,5	-0,1	-0,4	-1,1	0,1	0,5								
<b>Jun</b>	2 875 820	16 045	2,6	16,5	-1,2	-0,7	-2,0	-2,4	5,4	3,6	3,5	-1,0	-0,3	-0,7	-1,5	0,1	0,5								
<b>Jul</b>	2 866 270	-7 225	2,4	15,4	-1,2	-0,7	-1,8	-2,4	7,6	3,5	3,3	-0,9	-0,3	-0,6	-1,5	0,2	0,4								
<b>Ago</b>	2 852 526	-12 668	2,2	15,4	-1,5	-1,1	-2,0	-2,7	7,4	3,5	3,3	-1,1	-0,5	-0,6	-1,7	0,2	0,5								

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS  
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Total de pasivos (consolidados). Se deducen los pasivos entre Administraciones Públicas.

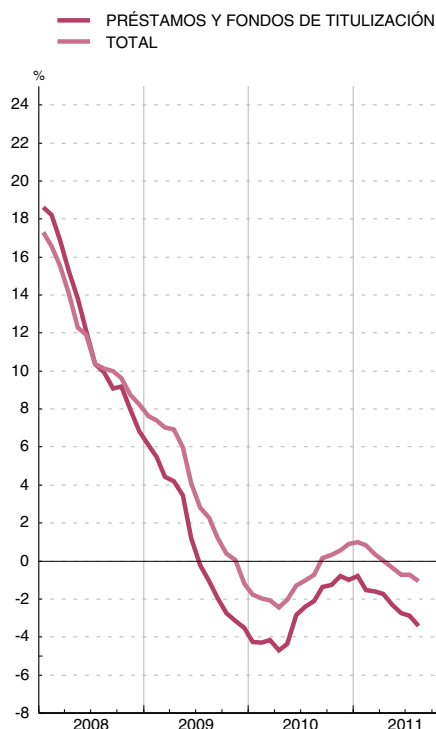
## 8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

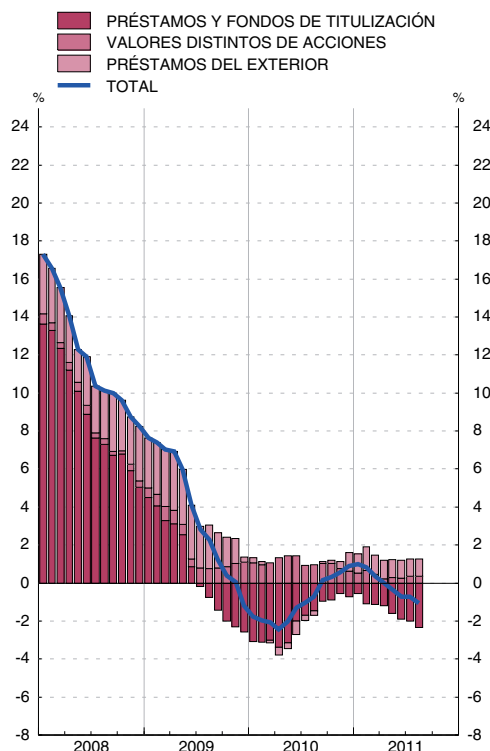
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes y préstamos titulizados fuera del balance			Valores distintos de acciones (b)			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	del cual		Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual		Contribución a la tasa del total
							Saldo	Emisiones de filial. financ. resid.						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>08</b>	1 308 086	99 965	8,2	954 134	6,8	5,0	40 059	25 648	11,8	0,3	313 893	12,2	2,9	2 060
<b>09</b>	1 303 430	-15 688	-1,2	916 361	-3,5	-2,6	54 618	40 095	36,3	1,1	332 451	1,1	0,3	1 256
<b>10</b>	1 311 839	11 809	0,9	897 475	-1,0	-0,7	62 825	47 129	15,0	0,6	351 539	3,9	1,0	1 581
<b>10 May</b>	1 310 725	1 835	-2,0	906 048	-4,4	-3,1	62 754	46 658	42,6	1,4	341 922	-1,2	-0,3	1 351
<b>Jun</b>	1 313 460	1 991	-1,3	907 970	-2,8	-2,0	62 182	46 358	43,4	1,4	343 308	-2,7	-0,7	1 856
<b>Jul</b>	1 315 807	3 107	-1,0	907 752	-2,4	-1,7	61 307	45 523	25,6	0,9	346 749	-1,0	-0,3	1 783
<b>Ago</b>	1 310 428	-5 532	-0,7	900 944	-2,1	-1,5	61 225	45 826	26,6	1,0	348 258	-0,9	-0,2	1 697
<b>Sep</b>	1 314 624	10 890	0,2	904 894	-1,4	-1,0	61 841	45 941	28,4	1,0	347 888	0,3	0,1	1 493
<b>Oct</b>	1 314 465	926	0,3	904 269	-1,3	-0,9	62 847	46 973	27,2	1,0	347 348	0,6	0,2	1 593
<b>Nov</b>	1 319 280	2 286	0,6	903 778	-0,8	-0,6	63 566	47 763	18,6	0,8	351 936	1,4	0,4	1 597
<b>Dic</b>	1 311 839	-3 020	0,9	897 475	-1,0	-0,7	62 825	47 129	15,0	0,6	351 539	3,9	1,0	1 581
<b>11 Ene</b>	1 307 894	-3 992	1,0	892 670	-0,8	-0,6	62 560	46 909	11,8	0,5	352 664	4,1	1,0	1 447
<b>Feb</b>	1 304 041	-2 956	0,8	884 149	-1,5	-1,1	64 722	49 140	15,2	0,7	355 170	4,9	1,3	1 342
<b>Mar</b>	1 298 375	-4 174	0,3	881 905	-1,6	-1,1	64 653	48 890	10,5	0,5	351 817	3,8	1,0	1 317
<b>Abr</b>	P 1 295 504	-1 303	0,0	878 129	-1,7	-1,2	65 160	49 104	4,7	0,2	352 215	3,8	1,0	1 454
<b>May</b>	P 1 291 359	-2 876	-0,4	873 122	-2,3	-1,6	66 425	50 033	5,8	0,3	351 812	3,7	1,0	1 431
<b>Jun</b>	P 1 286 709	-2 671	-0,7	870 333	-2,7	-1,9	65 531	49 150	5,4	0,3	350 846	3,6	0,9	1 427
<b>Jul</b>	P 1 288 094	2 749	-0,7	868 567	-2,9	-2,0	65 967	49 415	7,6	0,4	353 561	3,4	0,9	1 388
<b>Ago</b>	P 1 277 603	-9 943	-1,1	857 223	-3,4	-2,3	65 739	49 237	7,4	0,3	354 641	3,5	0,9	1 371

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes en España de sociedades no financieras, en tanto que los fondos captados en estas emisiones se canalizan a la empresa matriz como préstamos. Las entidades emisoras de estos instrumentos financieros se clasifican como Otros intermediarios financieros en el Boletín Estadístico y en las Cuentas Financieras de la Economía Española.

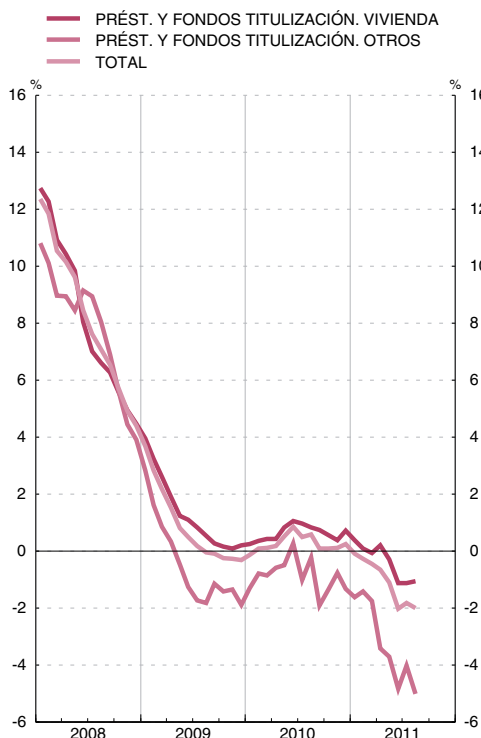
## 8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

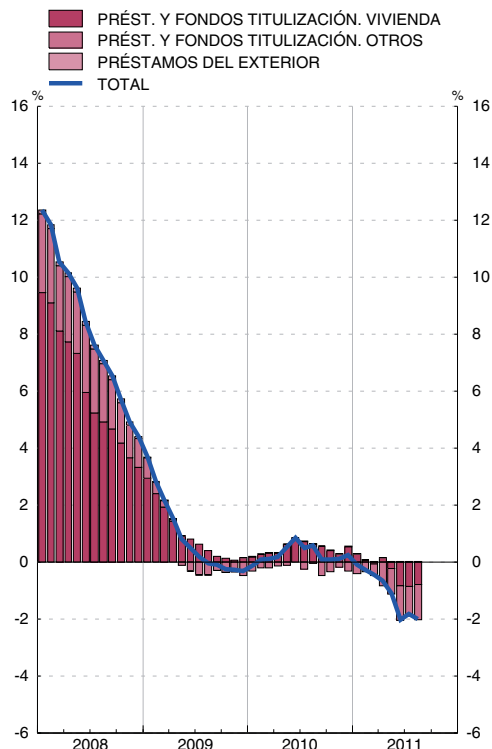
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Vivienda			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Otros			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Vivienda	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>08</b>	911 283	38 443	4,4	678 448	4,5	3,3	229 712	3,9	1,0	3 122	36,9	0,1	23 304	4 436
<b>09</b>	903 755	-2 865	-0,3	678 552	0,2	0,1	221 824	-1,9	-0,5	3 379	3,9	0,0	23 986	2 986
<b>10</b>	898 564	2 124	0,2	679 958	0,7	0,5	215 285	-1,3	-0,3	3 320	5,4	0,0	17 161	1 637
<b>10 May</b>	902 472	2 023	0,5	680 525	0,8	0,6	218 728	-0,5	-0,1	3 219	2,4	0,0	22 777	2 488
<b>Jun</b>	910 929	9 744	0,9	680 328	1,0	0,8	227 379	0,3	0,1	3 222	3,3	0,0	19 891	2 407
<b>Jul</b>	904 746	-5 871	0,5	680 760	1,0	0,7	220 755	-1,0	-0,2	3 231	3,1	0,0	19 834	2 311
<b>Ago</b>	902 979	-1 450	0,6	679 165	0,8	0,6	220 542	-0,2	-0,1	3 272	3,9	0,0	19 271	2 156
<b>Sep</b>	898 173	-3 847	0,1	678 448	0,7	0,6	216 448	-1,9	-0,5	3 277	3,1	0,0	19 216	2 070
<b>Oct</b>	898 412	875	0,1	677 838	0,5	0,4	217 288	-1,3	-0,3	3 286	4,5	0,0	18 914	2 009
<b>Nov</b>	903 664	5 720	0,1	677 590	0,4	0,3	222 772	-0,8	-0,2	3 302	5,1	0,0	17 285	1 773
<b>Dic</b>	898 564	-3 635	0,2	679 958	0,7	0,5	215 285	-1,3	-0,3	3 320	5,4	0,0	17 161	1 637
<b>11 Ene</b>	894 526	-4 079	-0,1	677 703	0,4	0,3	213 493	-1,6	-0,4	3 330	5,1	0,0	16 634	1 517
<b>Feb</b>	891 907	-2 282	-0,3	675 957	0,1	0,1	212 617	-1,4	-0,3	3 333	4,7	0,0	16 738	1 543
<b>Mar</b>	888 316	-2 860	-0,5	674 687	-0,1	-0,1	210 271	-1,7	-0,4	3 358	5,8	0,0	16 553	1 383
<b>Abr</b>	887 586	-311	-0,7	676 532	0,2	0,1	207 699	-3,4	-0,8	3 355	5,7	0,0	16 211	1 300
<b>May</b>	885 295	-1 953	-1,1	674 603	-0,3	-0,2	207 319	-3,7	-0,9	3 373	5,9	0,0	16 028	929
<b>Jun</b>	885 952	1 245	-2,0	671 048	-1,1	-0,8	211 517	-4,8	-1,2	3 387	6,6	0,0	15 735	760
<b>Jul</b>	881 724	-3 810	-1,8	671 374	-1,1	-0,9	206 939	-4,0	-1,0	3 412	7,0	0,0	15 726	717
<b>Ago</b>	878 272	-3 133	-2,0	670 240	-1,1	-0,8	204 602	-5,0	-1,2	3 430	6,2	0,0	15 609	673

FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH  
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

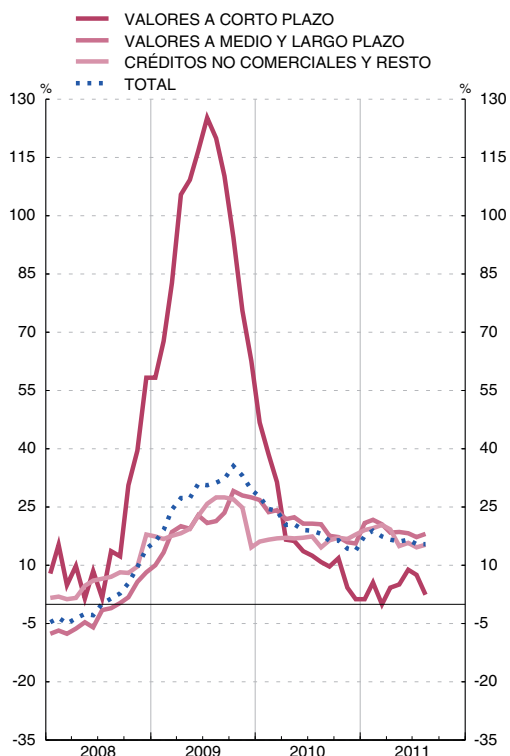
## 8.8. FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

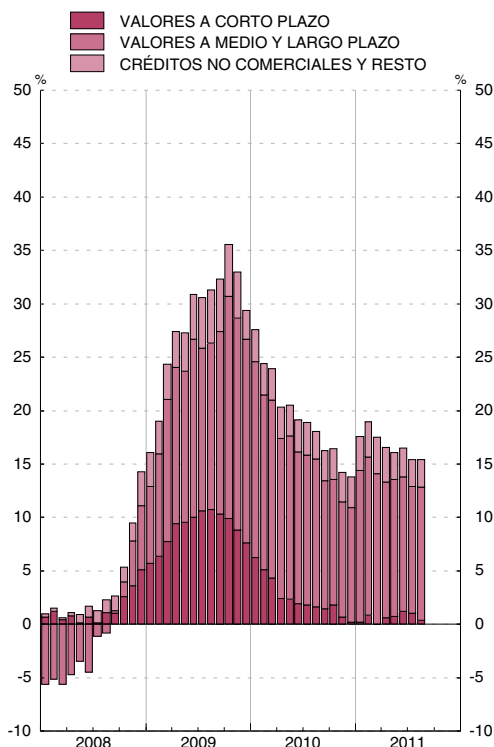
Millones de euros y porcentajes

	Financiación bruta			Valores a corto plazo				Valores a medio y largo plazo				Créditos no comerciales y resto (b)			
	Deuda PDE	Variación mensual de la deuda PDE	T1/12 de col. 1	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE
	(a)														
	1=4+8+12	2=5+9+13	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>07</b>	381 401	-8 824	-2,3	33 397	823	2,5	0,2	279 872	-9 001	-3,1	-2,3	68 132	-645	-0,9	-0,2
<b>08</b>	435 822	54 422	14,3	52 876	19 479	58,3	5,1	302 656	22 784	8,1	6,0	80 291	12 158	17,8	3,2
<b>09</b>	563 878	128 055	29,4	86 003	33 127	62,7	7,6	385 825	83 169	27,5	19,1	92 050	11 759	14,6	2,7
<b>10</b>	P 641 802	77 925	13,8	87 119	1 116	1,3	0,2	446 217	60 392	15,7	10,7	108 466	16 416	17,8	2,9
<b>10 Mar</b>	P 581 168	16 851	23,9	84 644	1 111	31,4	4,3	400 102	14 314	24,2	16,7	96 423	1 426	16,9	3,0
<b>10 Abr</b>	P 581 245	76	20,3	81 354	-3 290	16,6	2,4	403 053	2 951	21,9	15,0	96 838	415	17,1	2,9
<b>10 May</b>	P 590 095	8 850	20,5	81 750	397	16,2	2,3	409 481	6 427	22,4	15,3	98 864	2 026	16,8	2,9
<b>10 Jun</b>	P 603 193	13 098	19,1	81 616	-135	13,7	1,9	418 215	8 734	20,8	14,2	103 363	4 499	17,0	3,0
<b>10 Jul</b>	P 603 521	327	18,9	83 409	1 793	12,5	1,8	415 311	-2 904	20,7	14,0	104 800	1 437	17,5	3,1
<b>10 Ago</b>	P 603 397	-123	18,0	84 768	1 359	10,8	1,6	415 559	248	20,5	13,8	103 071	-1 730	14,7	2,6
<b>10 Sep</b>	P 614 746	11 349	16,2	86 110	1 342	9,7	1,4	422 493	6 934	17,6	12,0	106 143	3 073	16,4	2,8
<b>10 Oct</b>	P 629 706	14 959	16,4	90 961	4 852	11,8	1,8	431 481	8 988	17,3	11,8	107 263	1 120	17,1	2,9
<b>10 Nov</b>	P 635 849	6 144	14,2	89 112	-1 849	4,2	0,6	440 273	8 792	15,9	10,8	106 464	-799	16,8	2,8
<b>10 Dic</b>	P 641 802	5 953	13,8	87 119	-1 993	1,3	0,2	446 217	5 944	15,7	10,7	108 466	2 002	17,8	2,9
<b>11 Ene</b>	P 654 910	13 107	17,6	86 885	-234	1,3	0,2	456 957	10 740	20,9	14,2	111 068	2 601	19,1	3,2
<b>11 Feb</b>	P 671 164	16 255	18,9	88 198	1 312	5,6	0,8	469 345	12 388	21,7	14,8	113 622	2 555	19,6	3,3
<b>11 Mar</b>	P 682 854	11 690	17,5	84 649	-3 549	0,0	0,0	482 181	12 836	20,5	14,1	116 025	2 403	20,3	3,4
<b>11 Abr</b>	A 677 311	-5 544	16,5	84 859	210	4,3	0,6	477 067	-5 114	18,4	12,7	115 385	-640	19,2	3,2
<b>11 May</b>	A 684 875	7 565	16,1	85 889	1 030	5,1	0,7	485 326	8 259	18,5	12,9	113 661	-1 724	15,0	2,5
<b>11 Jun</b>	A 702 806	17 931	16,5	88 886	2 997	8,9	1,2	494 283	8 957	18,2	12,6	119 637	5 976	15,7	2,7
<b>11 Jul</b>	A 696 643	-6 163	15,4	89 723	837	7,6	1,0	486 718	-7 565	17,2	11,8	120 202	565	14,7	2,6
<b>11 Ago</b>	A 696 388	-255	15,4	86 877	-2 845	2,5	0,3	490 733	4 014	18,1	12,5	118 778	-1 424	15,2	2,6

FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS  
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Deuda elaborada según la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE). Deuda bruta nominal consolidada.

b. Incluye emisión de moneda y Caja General de Depósitos.

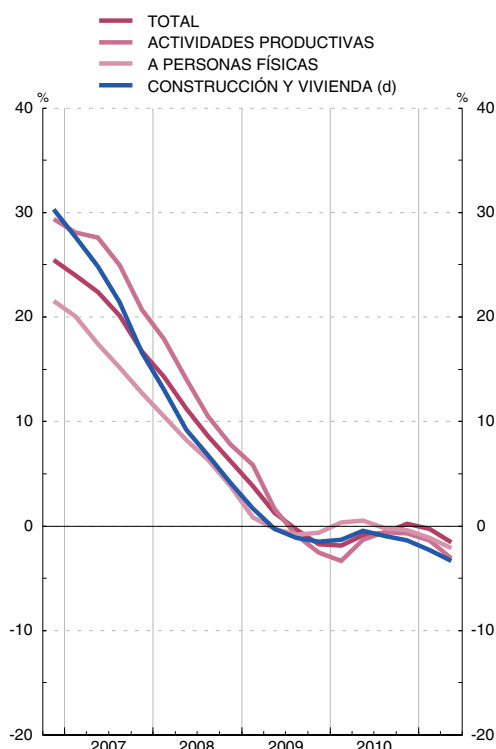
## 8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

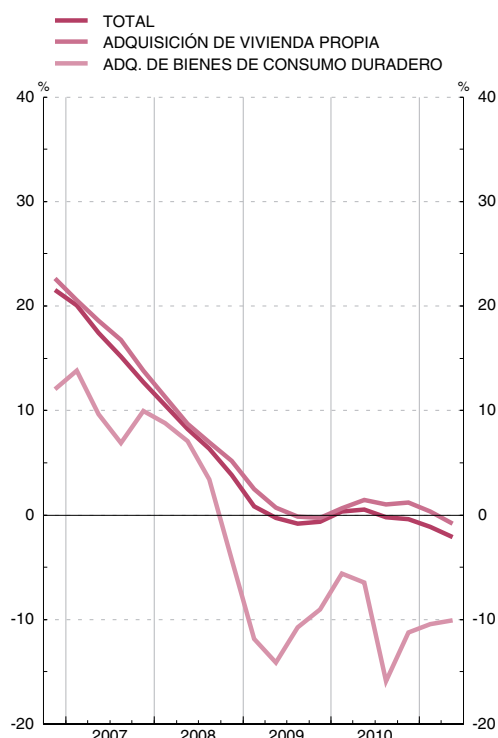
Millones de euros y porcentajes

	Financiación de actividades productivas							Otras financ.a personas físicas por func. de gasto				Finan- ciación a insti- tuciones privadas sin fines de lucro	Sin clasi- ficar	Pro me- moría: constru- ción y vivienda (d)		
	Total (a)	Total	Agricultura, ganade- ría y pesca	Industria (excepto construc- ción)	Construc- ción	Servicios		Total	Adquisición y rehabi- l. de vivienda propia.	Bienes de consumo duradero	Resto (b)					
						Total	Del cual								Total	Del cual
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
08	1 869 882	1 016 948	26 244	156 141	151 848	682 716	318 032	819 412	655 145	626 620	54 176	110 092	6 091	27 431	1 125 024	
09	1 837 038	991 363	23 123	152 199	130 438	685 602	322 984	813 939	654 566	624 755	49 273	110 101	5 523	26 213	1 107 988	
10	1 843 952	985 157	23 128	152 376	114 519	695 134	315 782	812 781	662 798	632 449	42 068	107 916	6 096	39 918	1 093 099	
07 /	1 569 169	816 098	23 436	121 148	137 836	533 678	264 653	726 179	570 989	545 190	52 713	102 477	5 743	21 149	973 479	
II	1 652 352	869 174	24 294	132 145	144 552	568 184	282 081	754 726	593 655	567 062	53 898	107 174	5 955	22 497	1 020 287	
III	1 706 126	910 001	25 085	140 332	150 341	594 243	292 599	768 197	609 791	582 505	54 035	104 371	6 106	21 822	1 052 731	
IV	1 760 213	943 086	25 245	141 571	153 453	622 818	303 514	789 250	623 540	595 929	56 576	109 133	6 089	21 788	1 080 507	
08 /	1 793 356	962 331	25 003	143 816	154 237	639 275	311 272	802 258	635 010	606 807	57 357	109 891	5 804	22 962	1 100 519	
II	1 838 174	991 307	25 727	148 218	155 600	661 762	313 176	817 074	645 286	616 487	57 726	114 062	5 952	23 840	1 114 062	
III	1 852 563	1 005 670	26 593	155 481	156 363	667 233	315 444	816 755	651 958	623 101	55 859	108 938	6 063	24 075	1 123 765	
IV	1 869 882	1 016 948	26 244	156 141	151 848	682 716	318 032	819 412	655 145	626 620	54 176	110 092	6 091	27 431	1 125 024	
09 /	1 861 734	1 018 902	24 472	158 905	143 515	692 011	324 222	808 715	651 495	621 811	50 560	106 660	5 125	28 991	1 119 231	
II	1 861 005	1 007 492	23 732	158 800	134 690	690 271	324 664	815 068	651 564	620 920	49 583	113 922	5 382	33 063	1 110 917	
III	1 846 010	996 650	23 576	153 070	134 045	685 959	324 439	810 149	652 434	622 122	49 840	107 875	5 457	33 754	1 110 918	
IV	1 837 038	991 363	23 123	152 199	130 438	685 602	322 984	813 939	654 566	624 755	49 273	110 101	5 523	26 213	1 107 988	
10 /	1 827 087	985 197	22 791	149 368	126 464	686 574	322 820	811 242	655 474	625 856	47 716	108 053	5 372	25 276	1 104 758	
II	1 847 066	994 441	23 366	152 413	124 054	694 607	321 946	821 460	660 436	630 104	44 712	116 312	5 840	25 326	1 106 436	
III	1 837 278	991 374	23 456	152 031	121 514	694 374	320 090	810 717	659 232	628 696	40 259	111 225	5 743	29 444	1 100 836	
IV	1 843 952	985 157	23 128	152 376	114 519	695 134	315 782	812 781	662 798	632 449	42 068	107 916	6 096	39 918	1 093 099	
11 /	1 824 256	971 962	22 618	145 796	109 582	693 966	312 152	804 029	658 133	628 138	41 073	104 823	5 710	42 554	1 079 867	
II	1 817 810	963 849	22 436	146 489	105 489	689 436	308 425	804 257	655 643	625 021	40 201	108 412	5 898	43 807	1 069 556	

**CRÉDITO POR FINALIDADES**  
Tasas de variación interanual (c)



**CRÉDITO POR FINALIDADES A PERSONAS FÍSICAS**  
Tasas de variación interanual (c)



FUENTE: BE.

a. Series de crédito obtenidas a partir de la información contenida en los estados contables establecidos para la supervisión de las entidades residentes. Véanse las novedades del 'Boletín Estadístico' de octubre de 2001 y los cuadros 4.13, 4.18 y 4.23 del 'Boletín Estadístico' que se difunden en [www.bde.es](http://www.bde.es).

b. Recoge los préstamos y créditos a hogares para la adquisición de terrenos y fincas rústicas, la adquisición de valores, la adquisición de bienes y servicios corrientes no considerados de consumo duradero (por ejemplo, préstamos para financiar gastos de viaje) y los destinados a finalidades diversas no incluidos entre los anteriores.

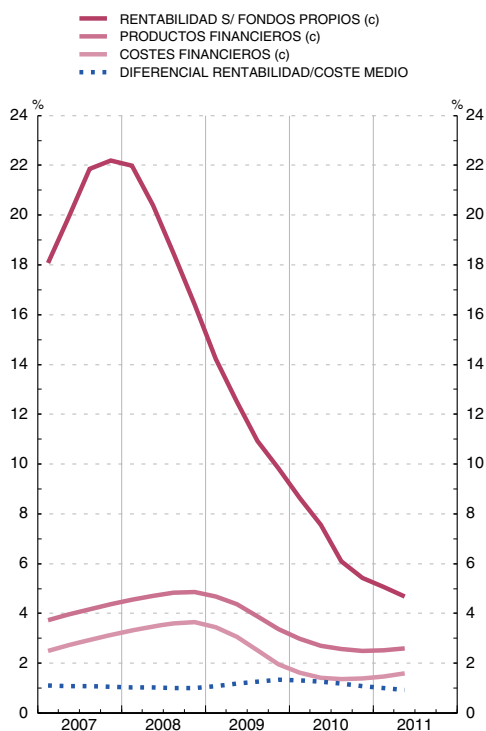
c. Los activos titulizados que han vuelto al balance como consecuencia de la entrada en vigor de la CBE 4/2004, han introducido una ruptura en las series en junio de 2005. Las tasas representadas en el gráfico se han ajustado para eliminar este efecto. d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

## 8.10. CUENTA DE RESULTADOS DE ENTIDADES DE DEPOSITO RESIDENTES EN ESPAÑA

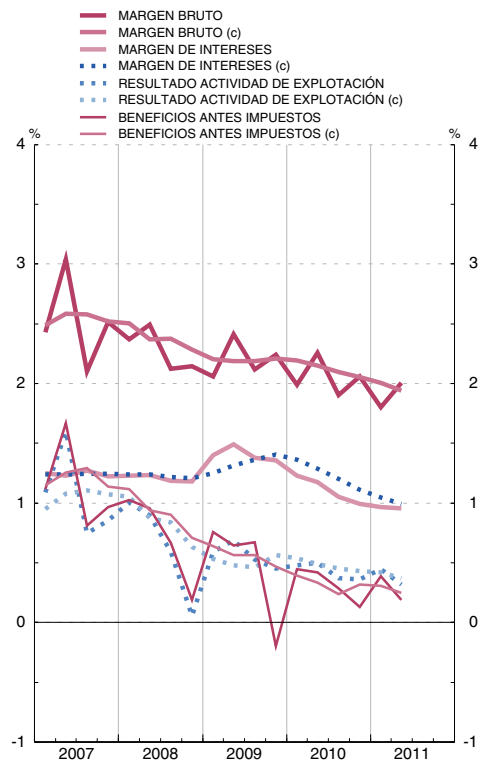
■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado											En porcentaje				
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11	12	13	14	15
							Gastos de explotación	Del cual De personal								
Productos financieros	Costes	Margen de intereses	Rendimiento instru. cap. y otros pto. y gastos	Margen bruto	Gastos de explotación	Del cual De personal	Otros resultados de explotación	Resultado de la actividad de explotación	Resto de productos y costes	Benefic. antes de impuest. (cont. hasta 1991)	Rentabilidad media de Fondos propios (a)	Rentabilidad media de operac. activas (b)	Coste medio de operaciones pasivas (b)	Diferencia (13-14)		
<b>08</b>	4,8	3,6	1,2	1,0	2,1	1,0	0,6	1,1	0,1	0,3	0,2	12,5	5,1	4,2	1,0	
<b>09</b>	2,8	1,4	1,4	0,9	2,2	1,0	0,6	0,8	0,5	0,8	-0,2	8,0	3,6	2,3	1,3	
<b>10</b>	2,5	1,6	1,0	1,1	2,1	1,0	0,6	0,7	0,4	0,5	0,1	5,4	2,7	1,6	1,1	
<b>08</b> ///	5,0	3,8	1,2	0,9	2,1	1,0	0,6	0,5	0,6	0,1	0,7	16,1	5,1	4,1	1,0	
<b>08</b> IV	4,8	3,6	1,2	1,0	2,1	1,0	0,6	1,1	0,1	0,3	0,2	12,5	5,1	4,2	1,0	
<b>09</b> /	4,1	2,7	1,4	0,7	2,1	0,9	0,6	0,5	0,6	0,3	0,8	11,4	5,0	3,9	1,1	
<b>09</b> //	3,5	2,1	1,5	0,9	2,4	0,9	0,6	0,8	0,7	0,2	0,6	10,0	4,7	3,5	1,2	
<b>09</b> ///	3,0	1,6	1,4	0,7	2,1	0,9	0,6	0,6	0,5	0,3	0,7	9,9	4,2	2,9	1,3	
<b>09</b> IV	2,8	1,4	1,4	0,9	2,2	1,0	0,6	0,8	0,5	0,8	-0,2	8,0	3,6	2,3	1,3	
<b>10</b> /	2,5	1,3	1,2	0,8	2,0	0,9	0,6	0,6	0,5	0,1	0,4	6,6	3,2	1,9	1,3	
<b>10</b> //	2,5	1,3	1,2	1,1	2,3	0,9	0,6	0,8	0,5	0,2	0,4	5,7	2,9	1,6	1,3	
<b>10</b> ///	2,5	1,4	1,1	0,9	1,9	0,9	0,6	0,6	0,4	0,2	0,3	4,0	2,7	1,6	1,2	
<b>10</b> IV	2,5	1,6	1,0	1,1	2,1	1,0	0,6	0,7	0,4	0,5	0,1	5,4	2,7	1,6	1,1	
<b>11</b> /	2,6	1,6	1,0	0,8	1,8	0,9	0,6	0,4	0,4	0,1	0,4	5,2	2,7	1,7	1,0	
<b>11</b> //	2,7	1,8	1,0	1,1	2,0	1,0	0,6	0,7	0,3	0,2	0,2	4,1	2,8	1,8	0,9	

**CUENTA DE RESULTADOS**  
Ratios sobre balance ajustado medio y rentabilidades



**CUENTA DE RESULTADOS**  
Ratios sobre balance ajustado medio



FUENTE: BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 4.36.

a. Beneficio antes de impuestos dividido por Fondos propios.

b. Para calcular la rentabilidad y el coste medio, sólo se han considerado los activos y pasivos financieros que originan productos y costes financieros, respectivamente.

c. Media de los cuatro últimos trimestres.

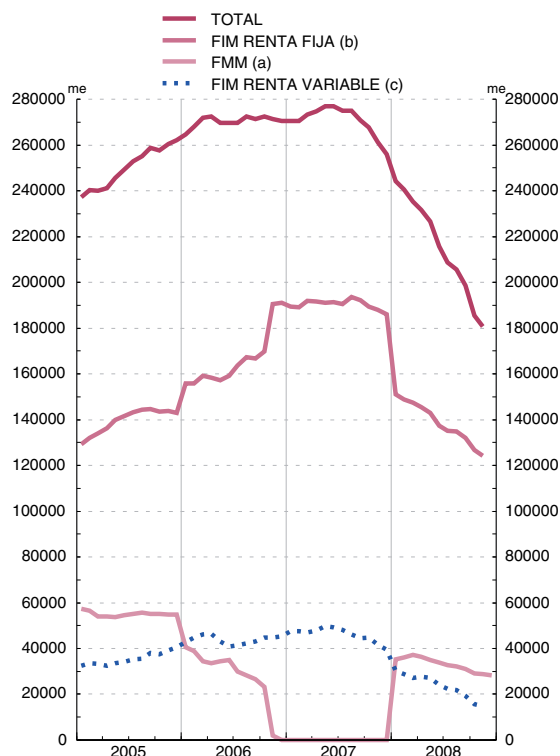
### 8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

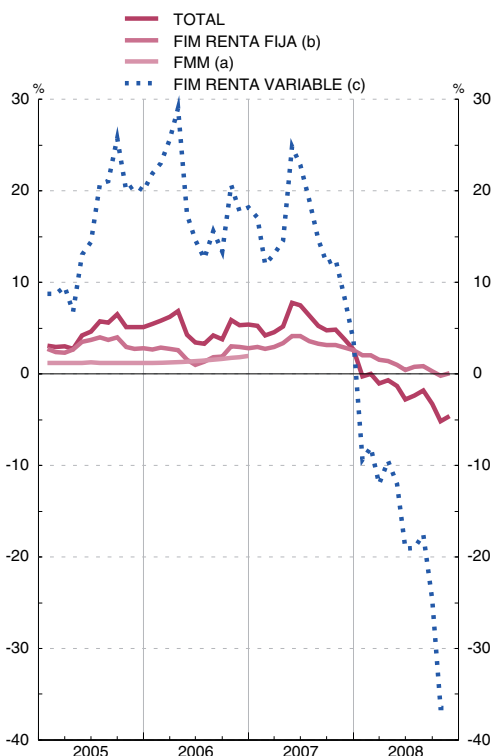
Millones de euros y porcentajes

	Total				FMM (a)				FIM renta fija (b)				FIM renta variable (c)				Otros fondos (d)
	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	De la cual		Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio
		Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta			Variación mensual	Suscripción neta		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
<b>05</b>	262 201	1 698	-1	5,1	54 751	-110	-171	1,2	143 047	-611	-1 167	2,8	40 672	1 454	538	20,0	23 730
<b>06</b>	270 407	-1 060	-3 100	5,4	106	-1 953	-1 953	2,0	191 002	466	314	2,8	45 365	480	-723	18,2	33 934
<b>07</b>	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643
<b>07 Ago</b>	275 016	-19	-242	5,3	-	-	-	...	193 565	3 073	2 697	3,3	46 136	-2 060	-1 421	14,7	35 314
<b>Sep</b>	270 736	-4 279	-5 439	4,8	-	-	-	...	192 289	-1 277	-1 624	3,1	44 560	-1 576	-1 877	12,1	33 887
<b>Oct</b>	267 586	-3 151	-6 069	4,8	-	-	-	...	189 387	-2 902	-3 907	3,1	44 816	255	-1 196	12,5	33 383
<b>Nov</b>	261 331	-6 255	-4 310	3,8	-	-	-	...	188 057	-1 330	-1 536	2,9	41 620	-3 196	-1 640	8,3	31 654
<b>Dic</b>	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643
<b>08 Ene</b>	244 286	-11 769	-6 863	-0,3	35 111	35 111	1 027	...	151 093	-34 870	531	2,0	30 184	-9 265	-5 341	-9,4	27 898
<b>Feb</b>	240 462	-3 824	-4 123	0,0	36 169	1 058	-10	...	148 946	-2 147	-1 376	2,0	28 813	-1 371	-1 319	-8,0	26 534
<b>Mar</b>	235 174	-5 288	-3 933	-1,1	37 340	1 171	-369	...	147 530	-1 415	-1 658	1,5	27 214	-1 599	-906	-12,0	23 090
<b>Abr</b>	231 723	-3 451	-5 458	-0,7	36 428	-912	-909	...	145 511	-2 019	-2 512	1,4	27 622	409	-839	-9,5	22 161
<b>May</b>	226 535	-5 187	-5 542	-1,3	35 029	-1 400	-1 590	...	142 921	-2 590	-2 562	1,0	27 159	-464	-627	-12,0	21 427
<b>Jun</b>	215 574	-10 961	-7 355	-2,8	33 849	-1 180	-1 569	...	137 444	-5 476	-3 950	0,4	24 008	-3 150	-753	-19,1	20 273
<b>Jul</b>	208 593	-6 982	-7 186	-2,4	32 589	-1 260	-1 628	...	135 012	-2 433	-2 798	0,7	22 309	-1 699	-1 354	-19,0	18 683
<b>Ago</b>	205 707	-2 886	-7 138	-1,8	32 125	-464	-549	...	134 723	-289	-711	0,8	21 922	-388	-5 444	-17,6	16 938
<b>Sep</b>	198 665	-7 042	-5 892	-3,3	30 927	-1 198	-1 176	...	131 932	-2 791	-2 863	0,3	19 242	-2 680	-972	-24,7	16 564
<b>Oct</b>	185 428	-13 237	-11 680	-5,2	29 165	-1 762	-1 796	...	126 590	-5 342	-7 323	-0,2	15 756	-3 486	-959	-36,5	13 917
<b>Nov</b>	180 835	-4 593	-4 363	-4,6	28 810	-355	-427	...	124 111	-2 479	-2 854	0,1	14 708	-1 048	-496	-36,5	13 207

#### PATRIMONIO



#### RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

a. Hasta diciembre de 2007 se refiere a FIAMM y desde enero de 2008 a la nueva categoría FMM

b. Incluye FIM renta fija a corto y largo en euros e internacional, renta fija mixta en euros e internacional y fondos garantizados.

c. Incluye FIM renta variable y variable mixta en euros, nacional e internacional.

d. Fondos globales.



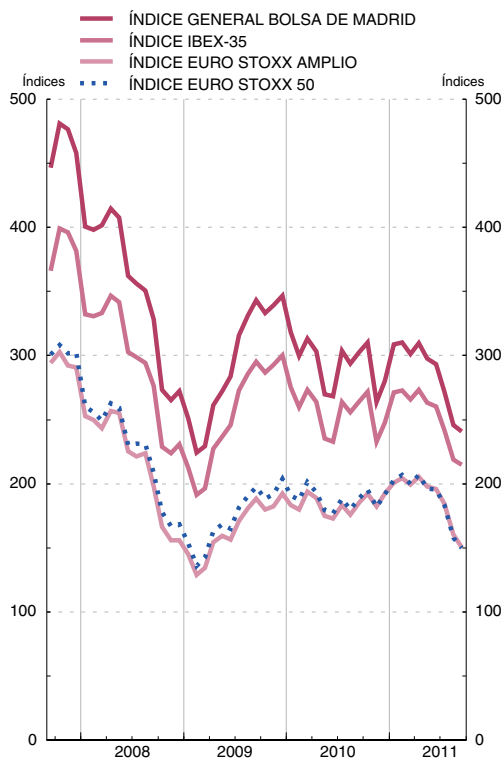
## 8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

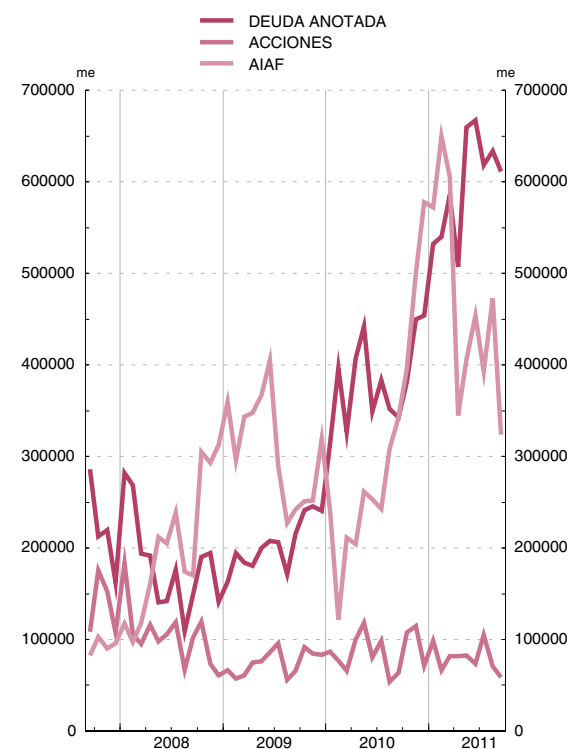
Índices, millones de euros y miles de contratos

	Índices de cotización de acciones				Contratación de mercados (importes en millones de euros)							
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>09</b>	1 055,69	10 107,91	235,02	2 529,03	898 195	75 103	2 448 490	3 699 008	-	33 946	-	5 752
<b>10</b>	1 053,39	10 203,05	262,36	2 737,05	1 038 259	67 454	4 597 749	3 660 872	-	37 904	-	6 639
<b>11</b>	A 1 025,79	10 087,27	269,19	2 748,04	719 741	49 064	5 353 393	4 222 342	-	20 476	-	4 585
<b>10 Jun</b>	960,79	9 263,40	246,38	2 573,32	80 641	5 013	349 054	253 096	...	3 866	...	642
<b>Jul</b>	1 088,62	10 499,80	261,65	2 742,14	98 411	4 761	383 009	242 812	...	2 610	...	532
<b>Ago</b>	1 052,73	10 187,00	251,15	2 622,95	53 667	4 420	351 521	308 542	...	2 280	...	415
<b>Sep</b>	1 085,03	10 514,50	264,43	2 747,90	63 353	5 259	342 963	342 945	...	3 296	...	450
<b>Oct</b>	1 111,28	10 812,90	274,34	2 844,99	107 818	4 759	381 546	396 506	...	2 359	...	454
<b>Nov</b>	944,91	9 267,20	260,19	2 650,99	114 931	10 151	449 857	500 240	...	4 053	...	570
<b>Dic</b>	1 003,73	9 859,10	274,45	2 792,82	71 638	4 765	453 940	577 528	...	4 412	...	481
<b>11 Ene</b>	1 105,31	10 806,00	286,41	2 953,63	98 865	4 101	532 103	572 367	...	2 992	...	581
<b>Feb</b>	1 111,25	10 850,80	291,83	3 013,09	66 520	3 982	539 541	649 957	...	2 243	...	511
<b>Mar</b>	1 079,01	10 576,50	284,36	2 910,91	81 839	5 217	585 212	605 845	...	3 182	...	573
<b>Abr</b>	1 109,35	10 878,90	293,20	3 011,25	81 814	6 855	506 668	344 493	...	1 369	...	412
<b>May</b>	1 066,37	10 476,00	282,60	2 861,92	82 857	7 455	659 698	405 338	...	2 267	...	446
<b>Jun</b>	1 049,76	10 359,90	279,46	2 848,53	73 411	4 294	667 286	454 088	...	2 579	...	495
<b>Jul</b>	973,30	9 630,70	262,76	2 670,37	104 705	6 551	617 918	393 327	...	1 292	...	524
<b>Ago</b>	881,40	8 718,60	228,82	2 302,08	70 892	5 279	633 792	473 063	...	1 523	...	602
<b>Sep</b>	P 862,85	8 546,60	214,77	2 179,66	58 839	5 331	611 176	323 864	...	3 030	...	441

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)

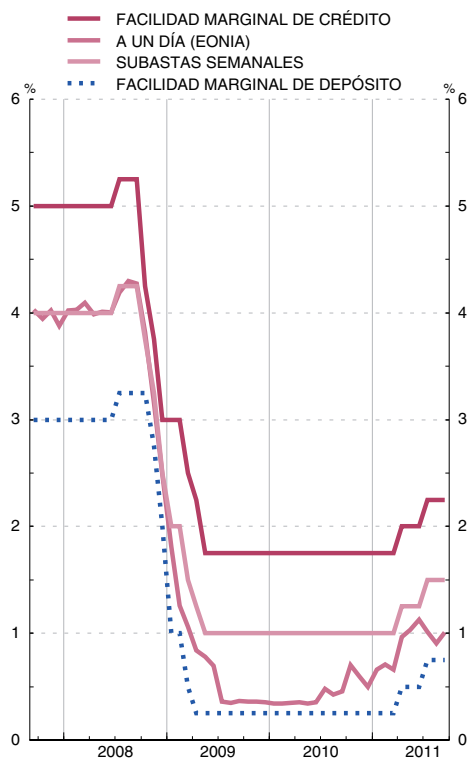
## 9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

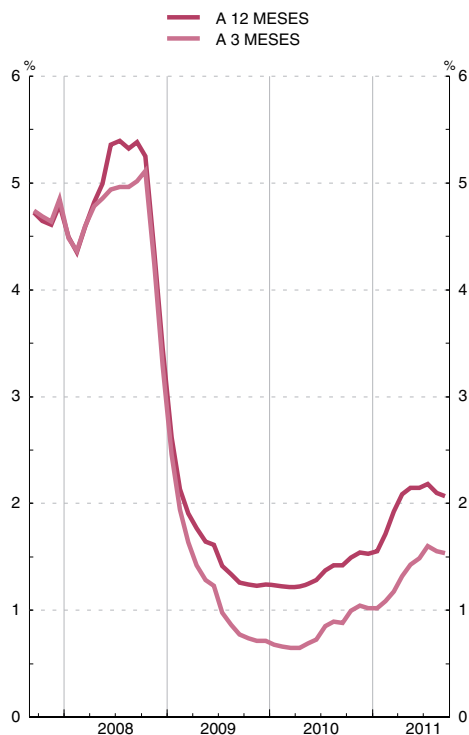
Medias de datos diarios. Porcentajes

	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 (EURIBOR) (a)					España								
			De crédito	De depósito	Día a día (EONIA)	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Depósitos no transferibles					Operaciones temporales con deuda pública			
										Día a día	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	
09	1,00	1,00	1,75	0,25	0,714	0,89	1,22	1,43	1,62	0,67	0,94	1,23	1,41	1,62	0,61	0,63	0,67	0,84
10	1,00	1,00	1,75	0,25	0,437	0,57	0,81	1,08	1,35	0,46	0,71	0,87	1,04	1,36	0,39	0,57	0,74	0,98
11	1,50	1,50	2,25	0,75	0,897	1,16	1,36	1,61	1,99	0,96	1,31	1,33	1,57	2,56	0,87	1,15	1,31	2,38
10 Jun	1,00	1,00	1,75	0,25	0,354	0,45	0,73	1,01	1,28	0,55	0,80	1,07	1,00	1,27	0,42	0,72	0,97	-
Jul	1,00	1,00	1,75	0,25	0,481	0,58	0,85	1,10	1,37	0,48	0,77	1,12	1,10	1,39	0,41	0,78	0,99	-
Ago	1,00	1,00	1,75	0,25	0,426	0,64	0,90	1,15	1,42	0,38	0,85	1,00	1,16	1,43	0,33	0,65	0,87	1,50
Sep	1,00	1,00	1,75	0,25	0,454	0,62	0,88	1,14	1,42	0,44	0,87	0,93	1,14	1,41	0,37	0,55	0,82	-
Oct	1,00	1,00	1,75	0,25	0,701	0,78	1,00	1,22	1,50	0,69	1,01	0,95	1,20	1,48	0,64	0,78	1,11	-
Nov	1,00	1,00	1,75	0,25	0,593	0,83	1,04	1,27	1,54	0,60	1,08	1,03	-	1,54	0,56	0,79	0,90	-
Dic	1,00	1,00	1,75	0,25	0,498	0,81	1,02	1,25	1,53	0,67	1,04	1,08	1,25	1,52	0,57	1,00	1,31	-
11 Ene	1,00	1,00	1,75	0,25	0,659	0,79	1,02	1,25	1,55	0,64	0,99	1,03	1,28	-	0,58	0,95	1,16	-
Feb	1,00	1,00	1,75	0,25	0,707	0,89	1,09	1,35	1,71	0,70	1,11	1,08	1,34	1,68	0,65	0,90	1,07	-
Mar	1,00	1,00	1,75	0,25	0,659	0,90	1,18	1,48	1,92	0,66	1,12	1,17	1,47	-	0,59	0,86	1,10	-
Abr	1,25	1,25	2,00	0,50	0,966	1,13	1,32	1,62	2,09	0,98	1,25	1,31	1,64	2,08	0,94	1,15	1,23	-
May	1,25	1,25	2,00	0,50	1,033	1,24	1,43	1,71	2,15	1,03	1,43	1,43	1,72	2,23	0,99	1,16	1,25	-
Jun	1,25	1,25	2,00	0,50	1,124	1,28	1,49	1,75	2,14	1,20	1,39	1,49	1,72	-	1,12	1,25	1,44	1,77
Jul	1,50	1,50	2,25	0,75	1,012	1,42	1,60	1,82	2,18	1,08	1,47	-	-	3,10	1,00	1,48	1,67	2,00
Ago	1,50	1,50	2,25	0,75	0,906	1,37	1,55	1,76	2,10	1,06	1,39	1,45	1,82	3,10	0,93	1,37	1,49	3,34
Sep	1,50	1,50	2,25	0,75	1,005	1,35	1,54	1,74	2,07	1,27	1,60	1,68	-	3,10	1,00	1,23	1,37	-

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.

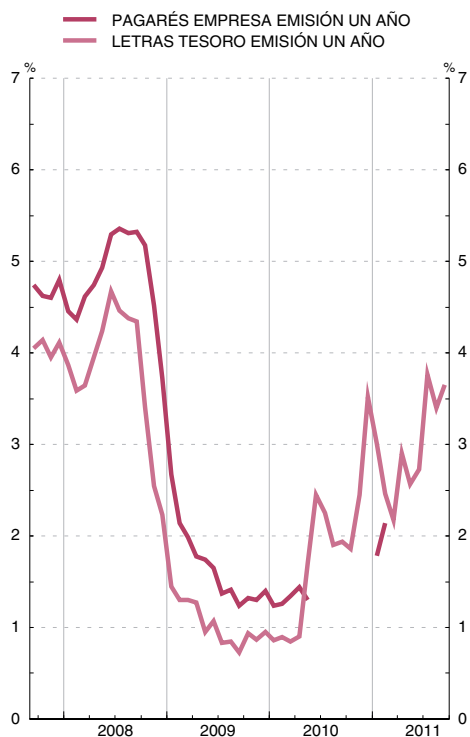
## 9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ 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		Pagarsés de empresa a un año		Deuda del Estado								
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal					Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta			
					A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años	A diez años		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
09	1,04	0,99	1,67	1,67	2,30	2,98	3,99	4,45	4,86	2,23	3,97	3,46	
10	1,80	1,70	1,32	1,62	2,79	3,20	4,46	5,04	5,11	2,64	4,25	3,74	
11	2,97	2,75	1,95	2,97	3,93	4,48	5,40	5,99	5,96	3,86	5,37	4,98	
10 Jun	2,45	2,27	-	1,32	3,39	-	4,91	-	5,94	3,30	4,56	4,25	
Jul	2,25	2,10	-	1,92	-	3,73	-	5,15	-	2,82	4,43	4,44	
Ago	1,90	1,73	-	1,89	2,31	-	-	-	-	2,34	4,04	4,45	
Sep	1,94	1,79	-	2,05	-	3,00	4,17	-	5,08	2,59	4,09	3,57	
Oct	1,86	1,83	-	2,32	2,55	-	-	4,55	4,79	2,49	4,04	3,64	
Nov	2,45	2,30	-	1,93	-	3,60	4,63	-	5,50	3,28	4,69	4,13	
Dic	3,52	3,26	-	2,11	3,80	-	5,49	5,99	-	3,90	5,37	4,36	
11 Ene	3,01	2,77	1,78	2,99	-	4,59	-	-	-	3,75	5,38	5,35	
Feb	2,46	2,22	2,14	2,86	3,30	4,08	5,22	-	5,98	3,49	5,26	4,87	
Mar	2,18	2,14	-	2,88	3,61	4,41	5,18	6,01	5,89	3,41	5,25	4,81	
Abr	2,90	2,55	-	3,07	3,60	-	5,48	5,70	-	3,73	5,33	5,45	
May	2,57	2,51	-	2,19	-	4,56	5,41	-	6,01	3,97	5,32	5,43	
Jun	2,73	2,69	-	2,80	4,05	4,25	5,37	6,04	-	4,07	5,48	5,03	
Jul	3,76	3,29	-	3,10	4,32	4,89	5,92	6,22	-	4,50	5,82	5,23	
Ago	3,40	3,25	-	3,50	5,05	-	-	-	-	3,98	5,25	4,56	
Sep	3,65	3,33	-	3,34	-	4,52	5,20	-	-	3,76	5,20	4,12	

### MERCADO PRIMARIO



### MERCADO SECUNDARIO



FUENTES: Principales emisores (columna 3); AIAF (columnas 4 y 12).

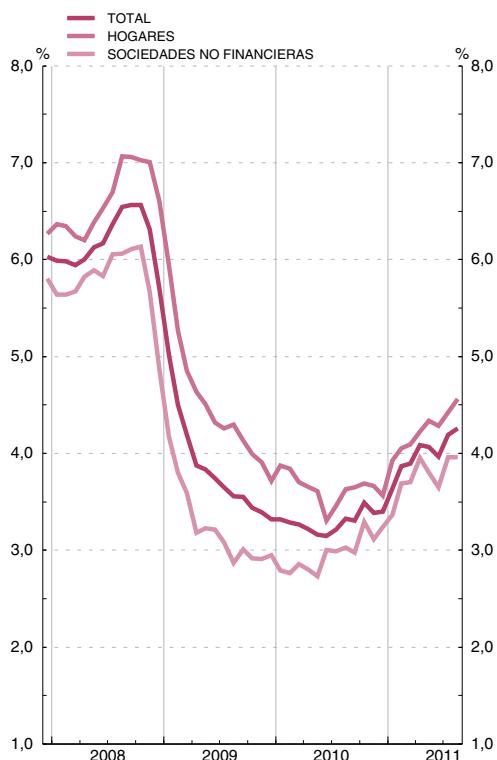
**9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002) NEDD/SDDS (a)**

■ Serie representada gráficamente.

Porcentajes

	Préstamos y créditos (TAE) (b)							Depósitos (TEDR) (b)									
	Tipo sintético (d)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (d)	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras				
		1	2	3	4	5	6		7	9	10	11	12	13	14	15	16
	Tipo sintético	Vi-vienda	Consumo y otros fines (e)	Tipo sintético	Hasta 1 millón de euros	Más 1 millón euros (c)		Tipo sintético	A la vista y preaviso	Depósitos a plazo	Cesiones temporales	Tipo sintético	A la vista	Depósitos a plazo	Cesiones temporales		
<b>09</b>	3,32	3,71	2,62	6,96	2,95	4,24	2,47	1,28	1,39	0,36	2,21	0,33	0,92	0,55	1,44	0,41	
<b>10</b>	3,40	3,56	2,66	6,35	3,24	4,40	2,73	1,60	1,70	0,27	2,74	1,21	1,29	0,68	1,98	0,79	
<b>11</b>	A	4,26	4,56	3,68	7,38	3,96	5,16	3,37	1,57	1,64	0,33	2,58	1,12	1,32	0,65	2,05	0,97
<b>10 Ene</b>	3,32	3,87	2,60	7,68	2,79	4,36	2,08	1,24	1,35	0,31	2,18	0,29	0,87	0,53	1,34	0,27	
<b>Feb</b>	3,29	3,84	2,67	7,37	2,76	4,29	2,06	1,18	1,27	0,31	2,04	0,30	0,88	0,54	1,33	0,31	
<b>Mar</b>	3,27	3,70	2,60	7,04	2,86	4,21	2,27	1,30	1,37	0,31	2,19	0,33	1,05	0,57	1,68	0,25	
<b>Abr</b>	3,22	3,66	2,55	7,00	2,80	4,22	2,11	1,36	1,45	0,29	2,34	0,32	1,08	0,59	1,70	0,34	
<b>May</b>	3,16	3,61	2,50	6,98	2,73	4,33	2,07	1,30	1,37	0,27	2,21	0,39	1,08	0,57	1,74	0,40	
<b>Jun</b>	3,15	3,31	2,39	5,99	3,00	4,08	2,51	1,37	1,48	0,28	2,43	0,57	1,04	0,53	1,71	0,48	
<b>Jul</b>	3,22	3,45	2,53	6,25	2,99	4,19	2,48	1,51	1,58	0,29	2,57	0,62	1,28	0,58	2,12	0,54	
<b>Ago</b>	3,32	3,63	2,60	6,73	3,03	4,23	2,46	1,46	1,55	0,30	2,50	0,43	1,18	0,55	1,97	0,43	
<b>Sep</b>	3,31	3,65	2,66	6,69	2,98	4,22	2,35	1,61	1,70	0,30	2,73	0,42	1,33	0,54	2,27	0,45	
<b>Oct</b>	3,49	3,69	2,70	6,70	3,29	4,37	2,66	1,63	1,71	0,29	2,75	0,68	1,34	0,56	2,19	0,69	
<b>Nov</b>	3,38	3,66	2,72	6,47	3,11	4,41	2,47	1,65	1,76	0,29	2,82	0,65	1,31	0,58	2,14	0,62	
<b>Dic</b>	3,40	3,56	2,66	6,35	3,24	4,40	2,73	1,60	1,70	0,27	2,74	1,21	1,29	0,68	1,98	0,79	
<b>11 Ene</b>	3,64	3,92	2,92	7,04	3,36	4,58	2,79	1,59	1,67	0,29	2,66	1,18	1,33	0,58	2,14	0,77	
<b>Feb</b>	3,87	4,05	3,07	7,09	3,69	4,81	3,10	1,57	1,65	0,29	2,61	1,29	1,30	0,57	2,10	0,71	
<b>Mar</b>	3,89	4,09	3,15	7,04	3,70	4,90	3,06	1,60	1,69	0,30	2,68	0,81	1,32	0,59	2,12	0,74	
<b>Abr</b>	4,09	4,22	3,31	7,13	3,95	5,01	3,37	1,64	1,72	0,30	2,73	1,24	1,38	0,63	2,23	1,03	
<b>May</b>	4,07	4,34	3,46	7,13	3,80	5,08	3,12	1,71	1,79	0,31	2,83	1,16	1,45	0,65	2,32	1,01	
<b>Jun</b>	3,97	4,29	3,53	6,64	3,65	5,09	3,08	1,72	1,81	0,30	2,91	1,23	1,45	0,64	2,34	1,18	
<b>Jul</b>	4,19	4,42	3,58	7,10	3,96	5,23	3,29	1,65	1,72	0,30	2,75	1,23	1,41	0,64	2,27	1,13	
<b>Ago</b>	P	4,26	4,56	3,68	7,38	3,96	5,16	3,37	1,57	1,64	0,33	2,58	1,12	1,32	0,65	2,05	0,97

**PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS TIPOS SINTÉTICOS**



**DEPÓSITOS TIPOS SINTÉTICOS**



FUENTE: BE.

a. Cuadro incluido entre los requerimientos del FMI en el contexto de las Normas Especiales de Distribución de Datos (NEDD)

b. TAE: Tasa anual equivalente. TEDR: Tipo efectivo definición restringida, que equivale a TAE sin incluir comisiones.

c. Calculada sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de los mismos.

d. Los tipos sintéticos de los préstamos y de los depósitos se obtienen como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones ponderados por los saldos en euros recogidos en balance para todos los instrumentos de cada uno de los sectores.

e. Hasta mayo de 2010, inclusive, esta columna incluye el crédito concedido a través de tarjetas de crédito (véase nota de novedades del Boletín Estadístico julio-agosto 2010).

## 9.4. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LA UE 27 Y A LA ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

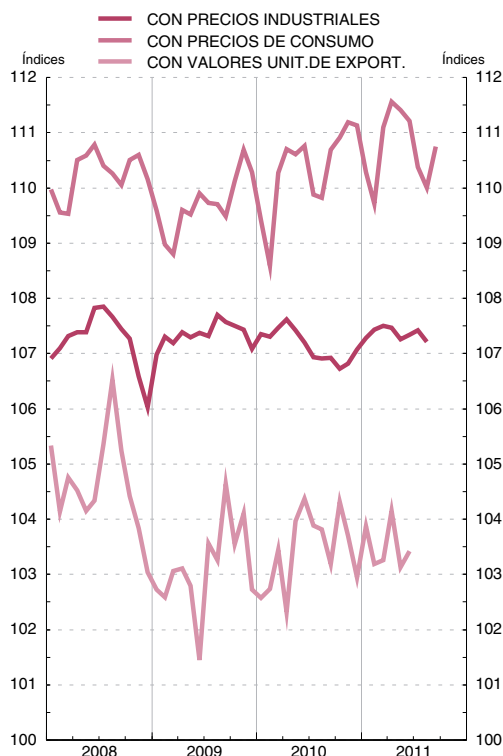
Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea (UE 27)									Frente a la zona del euro (a)				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d)	Con valores unitarios de las exportaciones
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	Con valores unitarios de las exportaciones					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
08	107,9	110,6	113,7	103,3	101,1	106,7	109,4	112,4	102,2	107,2	110,2	114,4	123,1	104,6
09	108,5	111,7	112,2	102,3	103,0	105,4	108,5	109,0	99,3	107,3	109,7	111,0	115,5	103,1
10	107,8	111,2	110,0	101,9	102,2	105,5	108,8	107,6	99,7	107,1	110,3	109,6	117,2	103,4
09 III	108,3	111,1	111,8	102,8	102,6	105,5	108,3	109,0	100,2	107,5	109,6	111,0	116,6	103,8
IV	108,4	112,2	112,5	102,4	102,9	105,3	109,0	109,2	99,5	107,3	110,4	111,3	116,9	103,5
10 I	108,5	110,8	110,8	101,5	102,6	105,8	108,0	108,0	98,9	107,4	109,5	110,0	114,3	102,9
II	108,0	111,6	110,9	101,8	102,2	105,7	109,2	108,6	99,7	107,4	110,7	110,5	116,5	103,6
III	107,3	110,6	109,4	102,0	101,9	105,3	108,6	107,4	100,1	106,9	110,1	109,4	117,8	103,6
IV	107,5	111,8	108,8	102,1	102,1	105,2	109,5	106,6	100,0	106,9	111,1	108,6	120,0	103,7
11 I	107,7	110,8	108,5	101,8	101,9	105,7	108,7	106,5	99,9	107,4	110,4	108,6	113,7	103,4
II	107,9	112,1	108,8	101,9	102,2	105,6	109,7	106,4	99,6	107,4	111,4	108,5	115,2	103,6
10 Dic	107,5	111,7	108,8	101,3	102,0	105,4	109,5	106,6	99,3	107,1	111,1	108,6	120,0	102,9
11 Ene	107,6	110,5	...	102,0	101,8	105,6	108,5	...	100,2	107,3	110,3	...	...	103,9
Feb	107,7	109,9	...	101,6	101,8	105,8	108,0	...	99,8	107,4	109,7	...	...	103,2
Mar	108,0	111,7	108,5	101,7	102,1	105,8	109,5	106,5	99,6	107,5	111,1	108,6	113,7	103,3
Abr	108,1	112,3	...	102,4	102,2	105,7	109,9	...	100,2	107,5	111,6	...	...	104,1
May	107,8	112,1	...	101,4	102,2	105,5	109,7	...	99,3	107,3	111,4	...	...	103,1
Jun	108,0	112,1	108,8	101,8	102,3	105,5	109,5	106,4	99,5	107,3	111,2	108,5	115,2	103,4
Jul	108,0	111,1	...	...	102,3	105,6	108,6	...	...	107,4	110,4	...	...	...
Ago	107,8	110,8	...	...	102,3	105,3	108,3	...	...	107,2	110,0	...	...	...
Sep	...	111,6	...	...	102,4	...	109,0	...	...	...	110,8	...	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA UNIÓN EUROPEA (UE 27)



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003) y (2004-2006).

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

d. El índice obtenido a partir de los Costes Laborales de Manufacturas se ha elaborado con datos de la Contabilidad Nacional base 2000.

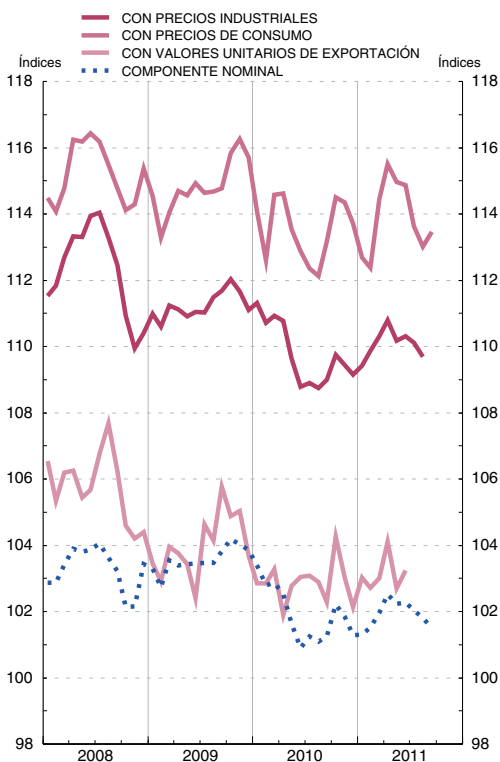
### 9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS Y A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

■ Serie representada gráficamente.

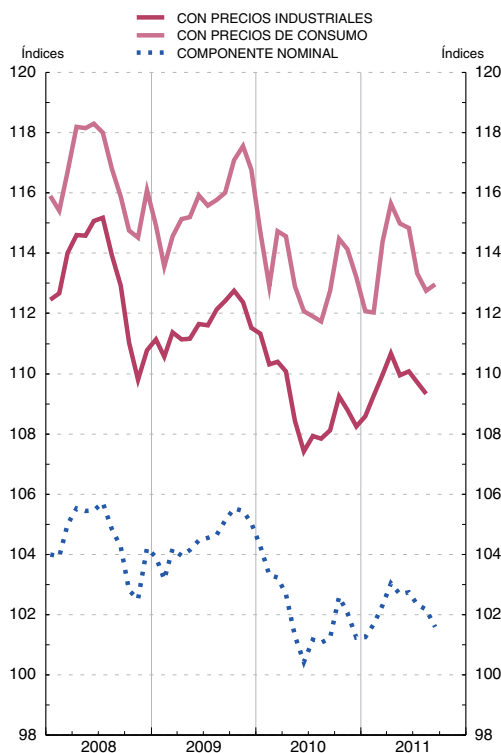
Base 1999 I = 100

	Frente a los países desarrollados					Frente a los países industrializados								
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Total (a)		Componente nominal (b)	Componente precios (c)	
	Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones	Con precios industriales	Con precios consumo		Con precios industriales	Con precios consumo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>08</b>	112,3	115,2	130,4	105,8	103,3	108,7	111,6	126,3	102,4	113,1	116,6	104,5	108,2	111,6
<b>09</b>	111,2	114,8	123,4	104,0	103,6	107,4	110,9	119,1	100,4	111,7	115,7	104,5	106,8	110,7
<b>10</b>	109,8	113,5	122,4	102,9	101,9	107,7	111,4	120,1	100,9	109,0	113,3	102,0	106,8	111,1
<b>09 III</b>	111,4	114,7	124,4	104,8	103,6	107,5	110,7	120,1	101,2	112,1	115,8	104,8	106,9	110,5
<b>09 IV</b>	111,6	115,9	124,9	104,5	104,0	107,3	111,5	120,1	100,5	112,2	117,1	105,3	106,5	111,2
<b>10 I</b>	111,0	113,8	120,9	103,0	103,0	107,7	110,5	117,3	100,0	110,7	114,2	103,6	106,8	110,2
<b>10 II</b>	109,7	113,7	121,7	102,6	101,7	107,9	111,8	119,7	100,9	108,6	113,2	101,5	107,1	111,5
<b>10 III</b>	108,9	112,5	122,2	102,8	101,2	107,6	111,2	120,7	101,6	108,0	112,1	101,1	106,7	110,8
<b>10 IV</b>	109,4	114,2	124,7	103,1	101,8	107,5	112,2	122,5	101,3	108,8	113,9	102,0	106,7	111,7
<b>11 I</b>	109,9	113,2	117,6	102,9	101,6	108,1	111,4	115,8	101,3	109,3	112,9	101,8	107,4	110,9
<b>11 II</b>	110,4	115,1	120,3	103,3	102,3	107,9	112,5	117,5	101,0	110,2	115,2	102,8	107,2	112,0
<b>10 Dic</b>	109,1	113,7	124,7	102,1	101,3	107,8	112,3	122,5	100,8	108,2	113,2	101,2	106,9	111,8
<b>11 Ene</b>	109,4	112,7	...	103,0	101,3	108,0	111,2	...	101,7	108,6	112,1	101,3	107,2	110,7
<b>11 Feb</b>	109,9	112,4	...	102,7	101,5	108,2	110,7	...	101,2	109,3	112,0	101,7	107,5	110,2
<b>11 Mar</b>	110,3	114,4	117,6	103,0	102,0	108,2	112,2	115,8	101,0	110,0	114,4	102,3	107,5	111,8
<b>11 Abr</b>	110,8	115,5	...	104,1	102,5	108,1	112,7	...	101,5	110,7	115,6	103,0	107,4	112,2
<b>11 May</b>	110,2	115,0	...	102,7	102,2	107,8	112,5	...	100,5	110,0	115,0	102,7	107,1	112,0
<b>11 Jun</b>	110,3	114,9	120,3	103,2	102,3	107,9	112,3	117,5	100,9	110,1	114,8	102,7	107,2	111,8
<b>11 Jul</b>	110,1	113,6	...	...	102,0	107,9	111,4	...	...	109,7	113,3	102,3	107,2	110,7
<b>11 Ago</b>	109,7	113,0	...	...	101,8	107,7	111,0	...	...	109,3	112,8	102,2	107,0	110,4
<b>11 Sep</b>	...	113,5	...	...	101,5	...	111,8	...	...	...	113,0	101,6	...	111,2

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 periodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003) y (2004-2006).

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

d. El índice obtenido a partir de los Costes Laborales de Manufacturas se ha elaborado con datos de la Contabilidad Nacional base 2000.



## ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

OCT 2011	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2011 79</p> <p>La Posición de Inversión Internacional de España en el primer semestre de 2011 91</p> <p>La transposición de la Directiva de Servicios a la normativa española del comercio minorista 103</p> <p>Una actualización de la situación patrimonial de las familias en España, Estados Unidos e Italia a partir de los resultados de encuestas financieras 113</p> <p>Informe de Economía Latinoamericana. Segundo semestre de 2011 135</p> <p>Regulación financiera: tercer trimestre de 2011 167</p>
SEP 2011	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras. Segundo trimestre de 2011 29</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2011, según la Encuesta de Población Activa 45</p> <p>La reforma del marco fiscal en España: los límites constitucionales y la nueva regla de crecimiento del gasto público 57</p> <p>Los efectos de las condiciones hipotecarias sobre el consumo de los hogares propietarios de vivienda: una estimación a partir de la EFF 77</p> <p>El mercado español de deuda del Estado: desarrollos desde el inicio de la crisis 87</p> <p>El proceso de ajuste económico después de crisis financieras: una perspectiva histórica 99</p> <p>Los establecimientos de cambio y transferencia de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2010 117</p>
JUL-AGO 2011	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2011 79</p> <p>Un análisis del destino geográfico de las exportaciones españolas de bienes a través de una ecuación de gravedad 95</p> <p>Los rendimientos salariales y la evolución reciente del nivel educativo 107</p> <p>Reformas de los sistemas de pensiones en algunos países de la UEM 117</p> <p>La financiación exterior y el endeudamiento de los nuevos Estados miembros de la UE 135</p> <p>Las sociedades de tasación. Actividad y resultados en 2010 155</p> <p>Regulación financiera: segundo trimestre de 2011 173</p>
JUN 2011	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2011 29</p> <p>El contenido informativo de las encuestas de opinión para el seguimiento de la inversión empresarial 47</p> <p>Evolución reciente y proyecciones de la población en España 59</p> <p>El empleo en la UEM en 2010 69</p> <p>Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2010 81</p>
MAY 2011	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2011, según la EPA 29</p> <p>Efecto de la rentabilidad de la vivienda como inversión sobre las decisiones de compra: evidencia empírica a partir de la EFF 39</p> <p>La evolución de la cuota de exportación de los productos españoles en la última década: el papel de la especialización comercial y de la competitividad 49</p> <p>La evolución financiera de los hogares y sociedades del área del euro en 2010 59</p> <p>Los desequilibrios globales y el reequilibrio de la economía mundial 73</p>
ABR 2011	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2011 75</p> <p>El comportamiento de la tasa de actividad durante la última fase recesiva 87</p> <p>Las primas de los CDS soberanos durante la crisis y su interpretación como medida de riesgo 99</p> <p>Determinantes y perspectivas de la tasa de ahorro en Estados Unidos 109</p> <p>Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2011 123</p> <p>Regulación financiera: primer trimestre de 2011 157</p>
MAR 2011	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Informe de proyecciones de la economía española 29</p> <p>Resultados de las empresas no financieras. Cuarto trimestre de 2010 y avance de cierre del ejercicio 45</p> <p>La acumulación de existencias en el área del euro durante la Gran Recesión 61</p> <p>La evolución y la estructura de los recursos propios de las entidades de depósito españolas entre 1999 y 2009 73</p>



FEB 2011	Evolución reciente de la economía española	11
	La evolución del empleo y del paro en 2010, según la Encuesta de Población Activa	31
	El ajuste de los salarios frente a las perturbaciones en España	43
	El ajuste de las plantillas de las empresas españolas: el papel de los despidos por causas objetivas	57
	El crédito comercial en España: importancia relativa y evolución reciente	67
	El comportamiento de los flujos brutos de capital internacional y su respuesta en los períodos de crisis	79
ENE 2011	Informe trimestral de la economía española	11
	La evolución reciente de la inflación española y perspectivas a corto plazo	79
	El ajuste del consumo duradero y no duradero en España durante la crisis económica	89
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2011	103
	La reforma de la gobernanza económica en la UEM	117
	Metas de inflación, intervenciones y volatilidad del tipo de cambio en economías emergentes	135
Regulación financiera: cuarto trimestre de 2010	151	
DIC 2010	Evolución reciente de la economía española	11
	Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2008: métodos, resultados y cambios desde 2005	29
	La situación actual del ajuste de la inversión residencial en España	65
	La renta disponible de los hogares de la UEM	81
	Tenencias de activos líquidos, tamaño empresarial y acceso a financiación externa. Un análisis para el área del euro	93
	El reposicionamiento de las grandes economías emergentes en la economía mundial	101
NOV 2010	Evolución reciente de la economía española	11
	Resultados de las empresas no financieras en 2009 y hasta el tercer trimestre de 2010	31
	La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2010, según la Encuesta de Población Activa	51
	Las características de las empresas españolas exportadoras de servicios no turísticos	61
	La incidencia del desempleo en los hogares	73
	La ampliación de los diferenciales soberanos en la zona del euro durante la crisis	81
Una reflexión sobre la situación de las finanzas públicas en Japón	93	
OCT 2010	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados	11
	Informe trimestral de la economía española	21
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2010	89
	La evolución de los beneficios y la rentabilidad empresarial durante la crisis económica	103
	La Posición de Inversión Internacional de España en el primer semestre de 2010	115
	Informe de economía latinoamericana. Segundo semestre de 2010	127
Regulación financiera: tercer trimestre de 2010	159	
SEP 2010	Evolución reciente de la economía española	11
	Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2010	31
	La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2010, según la Encuesta de Población Activa	47
	Un indicador de la dependencia exterior y diversificación energéticas: una aplicación para España	57
	El apoyo público al sector financiero en la zona del euro durante la crisis	69
	El posible papel de una utilización asimétrica de las facilidades permanentes en la gestión de la liquidez	83
La cooperación técnica internacional y su desarrollo en el Banco de España	93	
JUL-AGO 2010	Informe trimestral de la economía española	11
	Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2010	81
	La innovación en España: el papel de la difusión tecnológica y la capacidad de absorción de las empresas	95
	El contenido informativo de las encuestas de opinión en períodos de crisis económica	109
	La evolución en España de los programas públicos de apoyo financiero al sector privado durante la crisis	125
	La emisión internacional de bonos en el primer semestre de 2010	133
	Las entidades de tasación: actividad y resultados en 2009	147
	Los establecimientos de cambio y transferencias de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2009	165
Regulación financiera: segundo trimestre de 2010	177	

## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

### Estudios e informes

### PERIÓDICOS

Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España (ediciones en español e inglés) (anual)  
Boletín Económico (mensual) (hay una versión en inglés de periodicidad trimestral)  
Estabilidad Financiera (semestral)  
Informe Anual (ediciones en español e inglés)  
Informe de Estabilidad Financiera (ediciones en español e inglés) (semestral)  
Memoria Anual sobre la Vigilancia de Sistemas de Pago (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)  
Memoria de Actividades de Investigación (ediciones en español e inglés) (anual)  
Memoria de la Central de Información de Riesgos (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)  
Memoria de la Supervisión Bancaria en España (ediciones en español e inglés) (anual)  
Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual)  
Mercado de Deuda Pública (anual)

### NO PERIÓDICOS

Central de Balances: estudios de encargo  
Notas de Estabilidad Financiera

### ESTUDIOS ECONÓMICOS

- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.<sup>a</sup> DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).
- 76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).
- 77 JUAN S. MORA-SANGUINETTI: The effect of institutions on European housing markets: An economic analysis (2010).

### ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 55 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Oferta y demanda de deuda pública en Castilla. Juros de alcabalas (1540-1740) (2009).
- 56 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: El personal del Banco de España: desde su origen en el siglo XVIII hasta fin del siglo XIX. Vol. 2: Banco de San Fernando (1829-1856) (2010).
- 57 FRANCISCO MANUEL PAREJO MORUNO: El negocio del corcho en España durante el siglo XX (2010).
- 58 PILAR NOGUES-MARCO: Tipos de cambio y tipos de interés en Cádiz en el siglo XVIII (1729-1788) (2011).

### DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 1124 GABRIEL JIMÉNEZ, ATIF MIAN, JOSÉ-LUIS PEYDRÓ Y JESÚS SAURINA: Local versus aggregate lending channels: the effects of securitization on corporate credit supply.
- 1125 ANTON NAKOV Y GALO NUÑO: A general equilibrium model of the oil market.
- 1126 DANIEL C. HARDY Y MARÍA J. NIETO: Cross-border coordination of prudential supervision and deposit guarantees.
- 1127 LAURA FERNÁNDEZ-CABALLERO, DIEGO J. PEDREGAL Y JAVIER J. PÉREZ: Monitoring sub-central government spending in Spain.

### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 1103 OLYMPIA BOVER: The Spanish Survey of Household Finances (EFF): description and methods of the 2008 wave.
- 1104 PABLO HERNÁNDEZ DE COS, MARIO IZQUIERDO Y ALBERTO URTASUN: Una estimación del crecimiento potencial de la economía española. (Publicada una versión inglesa con el mismo número).
- 1105 ENRIQUE ALBEROLA, CARLOS TRUCHARTE Y JUAN LUIS VEGA: Central banks and macroprudential policy. Some reflections from the Spanish experience.
- 1106 SAMUEL HURTADO, ELENA FERNÁNDEZ, EVA ORTEGA Y ALBERTO URTASUN: Nueva actualización del modelo trimestral del Banco de España.

Nota: La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

Todas las publicaciones están disponibles en formato electrónico, con excepción de Ediciones varias y Textos de la División de Desarrollo de Recursos Humanos.

## EDICIONES VARIAS<sup>1</sup>

JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS Y FERNANDO GUTIÉRREZ (Eds.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (\*\*).

VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 5,31 €.

BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 12,02 €.

PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 9,02 €.

TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 9,38 €.

VICTORIA PATXOT Y ENRIQUE GIMÉNEZ-ARNAU: Banqueros y bancos durante la vigencia de la Ley Cambó (1922-1946) (2001). 5,31 €.

BANCO DE ESPAÑA: El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta (2001). 45 €.

BANCO DE ESPAÑA: El Banco de España y la introducción del euro (2002). Ejemplar gratuito.

BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1940-2001 (2004). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)

NIGEL GLENDINNING Y JOSÉ MIGUEL MEDRANO: Goya y el Banco Nacional de San Carlos (2005). Edición en cartón: 30 €; edición en rústica: 22 €.

BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): El análisis de la economía española (2005) (\*). (Ediciones en español e inglés.)

BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1874-1939 (2005). 30 €.

BANCO DE ESPAÑA: 150 años de historia del Banco de España, 1856-2006 (2006). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)

BANCO DE ESPAÑA: Secretaría General. Legislación de Entidades de Crédito. 5.ª ed. (2006) (\*\*\*\*).

SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS Y FERNANDO RESTOY (Eds.): Central banks in the 21<sup>st</sup> century (2006). Ejemplar gratuito.

JUAN F. JIMENO (Ed.): Spain and the euro. The first ten years (2010). Ejemplar gratuito.

TERESA TORTELLA: El Banco de España desde dentro. Una historia a través de sus documentos. Edición en tapa dura: 30 €; edición en rústica: 24 €.

JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA Y PABLO MARTÍN ACEÑA (Eds.): Un siglo de historia del Sistema Financiero Español (2011) (\*).

## Difusión estadística

Boletín de Operaciones (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Boletín Estadístico (mensual, solo disponible en versión electrónica en el sitio web<sup>2</sup>)

Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual)

Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (series anuales y trimestrales<sup>3</sup>)

## Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito<sup>4</sup>

Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)

Registros de Entidades (anual) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

## Formación

BANCO DE ESPAÑA: Cálculo mercantil (con ejercicios resueltos).

PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo I) (1999).

PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo II) (1998).

JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).

UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.

LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

## PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual

Boletín Mensual

Otras publicaciones

- 1 Todas las publicaciones las distribuye el Banco de España, excepto las señaladas con (\*), (\*\*), (\*\*\*) o (\*\*\*\*), que las distribuyen, respectivamente, Alianza Editorial, Editorial Tecnos, Macmillan (Londres) y Thomson-Aranzadi. Los precios indicados incluyen el 4% de IVA.
- 2 Además, diariamente se actualiza en la sección de Estadísticas.
- 3 Además, se difunde en Internet una actualización trimestral de los cuadros de esta publicación.
- 4 Solo disponible en el sitio web del Banco de España hasta su incorporación a la publicación *Circulares del Banco de España. Recopilación*.

<b>BANCO DE ESPAÑA</b> Eurosistema	Unidad de Publicaciones Alcalá, 522 - 28027 Madrid Teléfono +34 91 338 6363. Fax +34 91 338 6488 Correo electrónico: publicaciones@bde.es www.bde.es
---------------------------------------	--