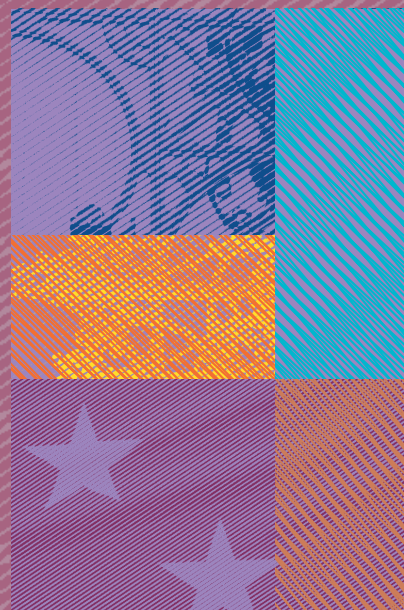


BOLETÍN ECONÓMICO

10/2014

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



ÍNDICE

Comparecencia del gobernador del Banco de España, Luis M. Linde, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados en relación con el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado de 2015	3
Informe trimestral de la economía española	
1 Rasgos básicos	11
2 Entorno exterior del área del euro	22
3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo	29
4 La economía española	43
5 Evolución financiera	59
Un procedimiento para la predicción a corto plazo del PIB	73
Evolución y determinantes del consumo de la UEM durante la crisis	81
Un análisis desagregado de los factores explicativos del aumento de los diferenciales de los tipos de interés del crédito en España durante la crisis	93
Informe de economía latinoamericana: segundo semestre de 2014	105
La incidencia de la deuda y la incertidumbre sobre el consumo tras la <i>Gran Recesión</i>	133
Regulación financiera: tercer trimestre de 2014	141
Indicadores económicos	1*
Publicaciones del Banco de España	67*
Siglas, abreviaturas y signos utilizados	68*

COMPARECENCIA DEL GOBERNADOR DEL BANCO DE ESPAÑA, LUIS M. LINDE, ANTE
LA COMISIÓN DE PRESUPUESTOS DEL CONGRESO DE LOS DIPUTADOS EN RELACIÓN
CON EL PROYECTO DE PRESUPUESTOS GENERALES DEL ESTADO DE 2015

Señorías:

Como es habitual, mi comparecencia en esta Comisión al comienzo del proceso parlamentario de discusión y aprobación de los Presupuestos se centrará en la evolución, las perspectivas y los retos de la economía española, que enmarcan la acción de la política económica. En esta ocasión, me referiré también, al final de mi intervención, a los avances que se están produciendo en la unión bancaria en Europa, pues, como Sus Señorías saben, a principios de noviembre empieza a funcionar el Mecanismo Único de Supervisión, un hito muy importante en el camino trazado para superar las fragilidades manifestadas en la arquitectura de la Unión Monetaria Europea.

**El entorno exterior
de la economía española**

Empezaré refiriéndome al entorno exterior de la economía española y a la política monetaria que compartimos con los países de la zona del euro.

La economía mundial mantiene una trayectoria de progresiva recuperación, que, de acuerdo con las previsiones disponibles, podría situar la tasa de crecimiento del PIB en el entorno del 3,5 % este año, y más próxima al 4 % en 2015.

El comportamiento de las distintas áreas geográficas continúa siendo, sin embargo, muy desigual. Mientras que la recuperación se afianza en Estados Unidos y en Reino Unido, la economía japonesa parece estar perdiendo impulso. La falta de dinamismo es más evidente aún en el área del euro, donde las previsiones de crecimiento se han revisado a la baja y apuntan a un ritmo muy débil de recuperación. Entre las economías emergentes, las asiáticas siguen mostrando un elevado crecimiento, que contrasta con el peor comportamiento que registran algunas economías latinoamericanas.

A escala global, las tasas de inflación siguen situándose, en general, en registros moderados y no se detectan presiones inflacionistas significativas. Este comportamiento de los precios justifica que la política monetaria de las economías avanzadas continúe manteniendo el tono relajado que se adoptó al comienzo de la crisis. No obstante, en Estados Unidos y en Reino Unido, donde la recuperación está avanzando a mayor ritmo, asistimos ya a los primeros pasos de la retirada de las medidas no convencionales, excepcionalmente expansivas, introducidas en los momentos más críticos. Pero no cabe hablar todavía de un giro en el tono de la política monetaria en estos dos países. Se trata, más bien, de un incipiente retorno a un tono monetario algo más neutral, que, como se ha señalado insistentemente desde sus bancos centrales, será gradual y acompasado a la marcha de cada economía, para evitar poner en peligro su recuperación.

Este comportamiento de la Reserva Federal y del Banco de Inglaterra contrasta significativamente con el del Banco Central Europeo, que se enfrenta en estos momentos a un escenario de crecimiento y de inflación muy diferente.

La frágil recuperación que se inició hacia la mitad del año pasado en el área del euro ha ido perdiendo fuerza en 2014. De hecho, el PIB del área se estancó durante el segundo trimestre de este año, aunque este dato refleja factores transitorios cuya influencia resulta todavía difícil de valorar. En todo caso, los pronósticos de la mayoría de los analistas

apuntan a débiles tasas de crecimiento en el área, tanto este año como el que viene, con una gran heterogeneidad por países y significativos riesgos a la baja.

La inflación en la zona del euro se mueve últimamente en registros que están alejados de la referencia del 2 %, que, en el medio plazo, es el objetivo de la política monetaria de la zona. Con tasas de inflación en el entorno de, apenas, medio punto porcentual y un escenario macroeconómico de debilidad de la demanda, los peligros de evolución a la baja de las expectativas de inflación se han ido haciendo más patentes, aumentando los riesgos para la recuperación.

El Banco Central Europeo ha respondido a estos riesgos con medidas adicionales que han profundizado el carácter expansivo de la política monetaria de la zona del euro, separándose, así, de la trayectoria iniciada por la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra. En las reuniones de junio y de septiembre de este año, el Consejo de Gobierno del BCE adoptó un abanico de actuaciones expansivas en las que, una vez más, se han combinado las acciones de carácter convencional con otras extraordinarias de carácter no convencional.

En el frente convencional, el BCE recortó, una vez más, sus tipos de interés oficiales de intervención. El de las operaciones principales de financiación se redujo hasta el 0,05 %, que, técnicamente, marca la cota mínima que puede alcanzar este tipo de interés. Los tipos de las facilidades de crédito y de depósito se contrajeron en igual cuantía [10 puntos básicos (pb)], hasta situarse, respectivamente, en el 0,30 % y el -0,20 %. Con la reducción adicional del tipo negativo de la facilidad de depósito se aumenta el incentivo para que las entidades no mantengan saldos líquidos excedentarios inmovilizados en sus cuentas en el Eurosistema.

En el terreno no convencional, el BCE ha puesto en marcha una nueva facilidad de financiación a largo plazo explícitamente orientada a promover un mayor dinamismo del crédito al sector privado. Estas operaciones, que se realizarán desde este mes de septiembre hasta junio de 2016, tienen un plazo que puede llegar a los cuatro años, con un coste muy atractivo para las entidades: 10 pb por encima del tipo de las operaciones principales, lo que equivale en estos momentos a tan solo el 0,15 %.

Dado que nuevas inyecciones a largo plazo tienen como objetivo estimular los préstamos bancarios al sector privado no financiero, su disponibilidad se ha vinculado tanto al saldo como a los flujos de crédito concedido por las entidades a las empresas y las familias, si bien se han excluido de este cómputo los préstamos para la adquisición de viviendas.

La actuación no convencional acordada en septiembre contiene, además, dos nuevos programas de compra de activos, cuyos detalles deberán tratarse en próximas reuniones del Consejo de Gobierno del BCE.

Por un lado, el Eurosistema podrá adquirir un conjunto de valores procedentes de titulizaciones que cumplan diversos requisitos. Habrán de ser simples, transparentes y estar basados en préstamos a empresas y familias del área del euro. Se espera que este programa pueda contribuir a revitalizar el mercado de titulizaciones, un mercado importante, que se ha visto muy afectado por la crisis.

Además, el Eurosistema pondrá en marcha, en el curso de este mismo mes de octubre, un nuevo programa de compras de títulos respaldados por préstamos hipotecarios u otra clase de préstamos en poder de las entidades bancarias, es decir, en el caso de España, nuestras diferentes modalidades de cédulas.

Evolución y perspectivas de la economía española

Tras la aprobación de este conjunto de medidas, el BCE ha vuelto a reiterar su compromiso, unánimemente refrendado por su Consejo de Gobierno, de recurrir, si fuera necesario, a medidas no convencionales adicionales.

En contraste con el debilitamiento de la recuperación en el área del euro, en 2014 la economía española ha ido afianzado su dinamismo. El PIB aumentó durante el segundo trimestre un 0,6 %, encadenando cuatro trimestres consecutivos de avance. Los datos más recientes apuntan a la prolongación de esta trayectoria en lo que resta de año, si bien a un ritmo más pausado, que permitirá que la tasa de variación interanual del PIB se aproxime al 2 % en el último trimestre, tasa en torno a la cual podría crecer, en media, la economía española en el conjunto de 2015.

El ritmo de crecimiento del empleo durante la primera mitad del año superó las previsiones, de forma generalizada por ramas productivas, aunque con mayor intensidad en los servicios de mercado. Nuestra expectativa apunta a la prolongación de esta senda de creación de puestos de trabajo y de reducción gradual de la tasa de paro, si bien a ritmos quizá más atenuados.

La demanda nacional está desempeñando un papel determinante en esta fase de recuperación. Entre los factores que la están impulsando cabe mencionar, en primer lugar, la progresiva normalización de las condiciones financieras que ha propiciado la política monetaria expansiva del Eurosistema y la reducción en el grado de fragmentación financiera en el área. La favorable evolución del mercado laboral está desempeñando también un papel destacado en la reactivación de la demanda interna, al contribuir al sostenimiento de la renta disponible de las familias y a la mejora de la confianza.

Entre los componentes del gasto interno hay que destacar el consumo de los hogares —sustentado en la mejora de la renta disponible y en el recurso a fondos de ahorro—, el avance sostenido de la inversión empresarial —impulsado por las mejores perspectivas de la demanda final— y la culminación del fuerte ajuste de la inversión residencial, sobre la que existen indicios de estabilización. Por primera vez en los últimos seis años, se observan tasas próximas a cero o ligeramente positivas de los índices de precios inmobiliarios a escala agregada.

Las cifras de crédito siguen en fase de contracción, en paralelo con el desendeudamiento del sector privado. Pero, según los datos disponibles, hay que señalar que este proceso está siendo compatible con una recomposición de los flujos de crédito hacia las empresas con mejores perspectivas de actividad y exportación, y situación financiera más sólida.

Los flujos comerciales con el exterior han mostrado cambios de cierta intensidad en 2014, inducidos por la pérdida de dinamismo de nuestros mercados de exportación (localizados, especialmente, en determinadas economías emergentes y en la UE) y la aceleración de las importaciones conforme se afianzaba la recuperación. Como resultado, ha disminuido la aportación neta del sector exterior al PIB y se ha hecho más lento el ritmo de ajuste del desequilibrio externo. Aunque puede pensarse que algunos de estos desarrollos tienen naturaleza transitoria, la elevada sensibilidad cíclica de nuestras importaciones alerta sobre la necesidad de ampliar la base exportadora y de continuar aumentando la presencia de las empresas españolas en los mercados con mayor potencial de crecimiento. Y también es un indicador de que nuestros problemas de competitividad se plantean no solo en la exportación, sino también en el mercado interior frente a las importaciones.

La tasa de inflación en España comparte con otros países de la Unión Monetaria el tono de extrema moderación. Durante los meses de verano, la tasa de variación interanual del IPC ha experimentado registros negativos (del -0,2 % en septiembre), por la incidencia de factores transitorios que han afectado a los precios de los alimentos no elaborados y de los productos energéticos, tras los pronunciados aumentos que habían experimentado en 2013. Con todo, la inflación subyacente muestra crecimientos prácticamente nulos desde principios de año, lo que sugiere que existen otros factores más persistentes, que ponen de manifiesto una mayor sensibilidad de costes y precios a las necesidades de ajuste de la economía. Con todo, esperamos que a finales de año la tasa de inflación pueda retornar a valores que, aunque muy bajos, sean positivos.

La política fiscal

Este es el contexto macrofinanciero en el que se han elaborado los Presupuestos Generales del Estado y de la Seguridad Social para 2015.

Se trata de un escenario más favorable que el de pasados ejercicios, lo que debería facilitar la continuidad del proceso de consolidación fiscal. La mejora de la situación cíclica y la significativa reducción de la prima de riesgo y de los tipos de interés de la deuda pública tienen un efecto positivo directo relevante sobre las cuentas públicas, que contrasta con la presión negativa que estas variables han desempeñado en los últimos años.

El ajuste en las finanzas públicas emprendido por la economía española se asienta en tres pilares: la reducción gradual del déficit público en línea con los objetivos establecidos, el fortalecimiento del marco de gobernanza fiscal y la reforma del sistema de pensiones.

De cara al ejercicio presupuestario que se inicia, el cumplimiento de los compromisos fiscales adquiridos a escala europea y nacional deberá ser el ancla fundamental de nuestra política presupuestaria. El cumplimiento de esos objetivos permitirá consolidar las ganancias de credibilidad ya alcanzadas y quebrar la tendencia alcista de la ratio de deuda pública sobre PIB. Ambos logros son requisitos necesarios para una recuperación económica duradera.

Una de las principales novedades en el marco institucional de la política fiscal española ha sido la creación y puesta en marcha de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF).

La AIReF va a tener una participación muy relevante a lo largo de todo el ciclo presupuestario, velando por el cumplimiento efectivo del principio de estabilidad presupuestaria en las Administraciones Públicas, de acuerdo con lo previsto en el artículo 135 de nuestra Constitución y en la normativa europea. De esta forma, España avanza en la mejora de su gobernanza económica, sumándose así a la casi totalidad de los países de la UE, que cuenta con este tipo de instituciones.

La AIReF, siguiendo los principios de independencia, transparencia y rendición de cuentas, contribuirá a mejorar el control sobre la política fiscal y a introducir una mayor disciplina presupuestaria en todas las Administraciones Públicas, en línea con lo establecido por la Ley de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera, aprobada en 2012.

De manera más concreta, y centrándonos en los Presupuestos de este año, la AIReF acaba de emitir el *Informe sobre las Previsiones Macroeconómicas*, avalando las previsiones del escenario macroeconómico del Gobierno que subyacen en la elaboración del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado y analizando la coherencia de las previsiones realizadas en anteriores ejercicios. Asimismo, antes del 15 de octubre

la AIReF deberá publicar su informe sobre el propio Proyecto de Presupuestos, en el que valorará la adecuación de estos de cara al cumplimiento de los objetivos de estabilidad y de deuda, y de la regla que pone en relación la evolución del gasto y la evolución del crecimiento económico.

En relación con la sostenibilidad de las finanzas públicas en el largo plazo, el hito reciente más importante lo constituyen la aprobación y la entrada en vigor del nuevo índice de revalorización y del factor de sostenibilidad de las pensiones. La reforma supone un cambio estructural, ya que la evolución de las prestaciones queda ligada a la capacidad del sistema para generar ingresos.

La información disponible sobre la ejecución presupuestaria en lo que va de ejercicio muestra avances en el proceso de consolidación fiscal. El conjunto de las Administraciones Públicas registró un déficit en términos de Contabilidad Nacional del 3,43 % del PIB hasta junio, medio punto inferior al 3,94 % observado en el mismo período del año anterior. Por su parte, el déficit de la Administración Central, la Seguridad Social y las CCAA hasta julio se situó en el 3,87 %, frente al 4,41 % de 2013. Alcanzar el déficit previsto del 5,5 % para el conjunto de 2014 exigirá mantener el ritmo de ajuste en la segunda mitad del año.

El Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2015 plantea un objetivo de déficit público del 4,2 % del PIB, 1,3 puntos de PIB por debajo del marcado para 2014. Dada la mejora de la situación macroeconómica, el esfuerzo fiscal requerido para lograr esta reducción, medido por la variación del saldo estructural primario, será más moderado que en años previos.

En el caso del Estado, de acuerdo con la información del Proyecto de Presupuestos, la reducción planeada del déficit se basa, en primer lugar, en el gasto público, cuyo techo para el conjunto del año se ha fijado en un nivel inferior en un 3,2 % al de 2014. Entre las medidas planeadas destacan las relativas a los gastos de personal, con la prolongación de la congelación salarial de los empleados públicos, si bien se devolverá una cuarta parte de la paga extra de 2012, y el incremento de la tasa media de reposición de efectivos hasta el 50 % para los sectores de Sanidad, Educación y Seguridad, entre otros.

En cuanto a los ingresos, las previsiones incluyen el impacto estimado de la reforma fiscal aprobada recientemente. Esta reforma se concreta, en los dos próximos años, en una reducción gradual del IRPF y del impuesto sobre sociedades. El coste presupuestario de esta reforma será relativamente menor en 2015, aunque tendrá mayor impacto, desde luego, cuando se haya completado su implantación. La previsión presupuestaria anticipa que esta pérdida recaudatoria se verá compensada por el mayor dinamismo de los ingresos, en un contexto de fortalecimiento de la recuperación; en particular, de la recuperación de la demanda interna.

La incertidumbre que rodea habitualmente las estimaciones del impacto de los cambios impositivos exigirá hacer un seguimiento continuo de la evolución de la recaudación durante 2015, que permita anticipar posibles desviaciones y, en su caso, reaccionar a tiempo para evitar que estas se traduzcan en desviaciones respecto a los objetivos de déficit público.

La ratio de deuda pública sobre PIB continuará su tendencia alcista, hasta alcanzar, de acuerdo con la previsión oficial, el 100,3 %. La magnitud de esta cifra pone de relieve el reto al que se sigue enfrentando la política presupuestaria en España, que deberá seguir priorizando la reducción gradual de este endeudamiento.

Perspectivas y retos

Las perspectivas de la economía española son hoy más favorables que las que esbocé ante esta Comisión hace un año. Ha continuado el proceso de reequilibrio entre gasto interno y demanda exterior neta, con una intensidad superior a la que entonces cabía esperar. La recuperación del empleo está siendo uno de los principales factores impulsores de la demanda interna, lo que indica el papel que la reforma del mercado de trabajo y la moderación salarial están desempeñando en el asentamiento de la recuperación, si bien los niveles de desempleo siguen siendo inaceptablemente elevados.

Pero este escenario de recuperación no está exento de riesgos. Algunos de ellos —singularmente, los que provienen del entorno exterior— se han acentuado en los últimos meses. Otros están relacionados con los efectos de la crisis sobre la situación real y financiera de las familias y empresas, en un contexto en el que deben proseguir el desendeudamiento privado y la consolidación fiscal.

La puesta en marcha del Mecanismo Único de Supervisión, la evaluación de las entidades significativas y la nueva autoridad europea de resolución

Como señalé al principio de mi intervención, creo obligado referirme también a la ya muy cercana puesta en marcha del Mecanismo Único de Supervisión.

En los últimos meses se ha continuado avanzando en el proyecto de creación de una unión bancaria, muy importante, como sabemos, para contribuir a la desaparición de la fragmentación financiera en Europa, que, en los peores momentos de la crisis, llegó a poner en duda la continuidad del euro y que ha afectado tan negativamente a economías como la española.

Voy a referirme a tres cuestiones: el Mecanismo Único de Supervisión; la evaluación del estado de solvencia y la solidez de las entidades bancarias europeas supervisadas directamente por el BCE; y, en tercer lugar, el Mecanismo Único de Resolución.

- 1) El primer pilar de la unión bancaria es el Mecanismo Único de Supervisión, cuyo objetivo es mejorar y hacer más homogénea la supervisión en la zona del euro, favorecer la integración financiera y romper el vínculo negativo entre la confianza en las entidades bancarias y las dudas sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas.

Desde la aprobación por el Consejo Europeo del reglamento del Mecanismo, en octubre de 2013, se ha desarrollado un intenso trabajo que hará posible que el Mecanismo Único de Supervisión entre en funcionamiento el próximo 4 de noviembre. En particular, se ha aprobado por el BCE un reglamento marco que define la función supervisora, su organización y la asignación de responsabilidades entre el Banco Central Europeo y las autoridades nacionales. Además, se ha elaborado nuevo manual de supervisión, que establece los procedimientos que han de seguir todos los integrantes del Mecanismo.

El Mecanismo Único de Supervisión se ha definido como un sistema integrado de vigilancia de las entidades bancarias, que conjugará el liderazgo del Banco Central Europeo con la activa participación de las autoridades nacionales de supervisión. En todo caso, se asegurará de que la asunción de estas nuevas funciones por parte del BCE no entre en conflicto con sus responsabilidades en el ámbito de la política monetaria.

A junio de 2014, el total de los activos del sector bancario en la zona del euro era de unos 26 billones de euros. Dado el muy elevado número de entidades

de crédito establecidas en la zona del euro —unas 3.500—, el reglamento del Mecanismo establece una distinción entre las entidades «significativas», que serán supervisadas directamente por el BCE, y las entidades «menos significativas», que continuarán siendo responsabilidad de las autoridades nacionales, y sobre las cuales el BCE llevará a cabo una supervisión indirecta.

Finalmente, se ha llegado a una lista de 120 entidades «significativas», 15 de las cuales son españolas —serán 14 cuando culmine un proceso de fusión ahora en marcha—, representando algo más del 90 % de los activos de las entidades de depósito en España.

Las 120 entidades «significativas» representan entre el 80 % y el 85 % de los activos totales de la banca de la zona del euro; el conjunto de entidades españolas que estará bajo la supervisión directa del Mecanismo Único representa el 14 % del total de los activos de esas 120 entidades «significativas».

- 2) En los últimos meses se ha desarrollado, como paso previo a la asunción de las competencias supervisoras por parte del Mecanismo Único de Supervisión, un ejercicio de evaluación de las entidades «significativas», cuyo objeto es mejorar la transparencia sobre su situación y reforzar su solvencia. El resultado de este ejercicio facilitará al Mecanismo Único asumir sus funciones con un conocimiento preciso de la situación real de las entidades sometidas a su supervisión directa.

El ejercicio está ya cerca de su finalización y sus resultados se darán a conocer antes de finales de este mes de octubre. Consta de dos fases: una evaluación de la calidad de los activos y un *stress test*, un ejercicio de tensión, en los que el Banco de España viene trabajando intensamente, desde hace meses, en cooperación con el BCE.

Durante la primera fase (la evaluación de la calidad de los activos asociados a los riesgos de crédito y de mercado), se han llevado a cabo (contando con la colaboración de empresas de auditoría) tareas de verificación de la corrección de los datos y de revisión de las valoraciones de los activos y de las garantías, así como de las provisiones que los cubren; de acuerdo con los resultados obtenidos, se han clasificado las exposiciones en «normales» y «dudosas», en función de su nivel de riesgo, aplicando el BCE a los resultados de esta evaluación un minucioso control de calidad.

La prueba de tensión es un análisis de la capacidad de las entidades de crédito para absorber pérdidas, evaluando su resistencia en distintos escenarios. El ejercicio ofrece una indicación de cuánto capital podría necesitarse en caso de materializarse los riesgos y permite señalar áreas donde puedan ser necesarias acciones supervisoras.

Se evalúa la situación de los bancos en dos escenarios: uno base, que parte de las previsiones de la Comisión Europea, y otro adverso, aprobado por la Junta Europea de Riesgo Sistémico, el órgano de vigilancia macroprudencial de la Unión Europea con sede en el BCE. El horizonte del ejercicio de tensión es de tres años (2014-2016) y para su elaboración se parte de los balances consolidados de las entidades al cierre de 2013.

Se han establecido unos umbrales mínimos que las entidades deben cumplir, de capital de la mejor calidad, según la definición del Acuerdo de Basilea III, del 8 % para el ejercicio de evaluación de calidad de los activos y para el escenario base del *stress test*, y del 5,5 % para el escenario adverso. Aquellas entidades que queden por debajo de estos umbrales tendrán dos semanas para presentar planes de capital, que deben contemplar la cobertura de los déficits identificados. El plazo para ello será de seis meses para cubrir déficits de capital derivados de la revisión de la calidad de los activos y del escenario base de las pruebas de tensión, y de nueve meses para cubrir los déficits estimados en el escenario adverso.

3) Pasaré a referirme, finalmente, al Mecanismo Único de Resolución.

El pasado mes de mayo se alcanzaron los acuerdos políticos entre el Parlamento Europeo y el Consejo para constituir dicho Mecanismo, compuesto por una red de autoridades nacionales de resolución: la nueva Junta Única de Resolución y el Fondo Único de Resolución. El 30 de julio se publicó el reglamento que crea la Junta y el Fondo únicos; desde entonces, se ha continuado trabajando en los elementos de desarrollo que permitan poner en marcha el Mecanismo el próximo 1 de enero de 2015.

La Junta Única tendrá competencia para la resolución de las entidades más relevantes, que son las «significativas» sometidas a supervisión del Mecanismo Único, y para el uso de los recursos disponibles en el Fondo Único de Resolución. Adicionalmente, fijará criterios y tutelará las actuaciones que, en ese mismo terreno, desarrollen las autoridades nacionales sobre el resto de entidades. El Fondo se nutrirá con aportaciones de todas las entidades de los países participantes en el nuevo Mecanismo.

Conclusiones

Como conclusión, querría resumir mi intervención en tres puntos.

Primero, la economía española está en una fase de recuperación, lo que significa no solo más actividad, sino, además, avance en la corrección de los grandes desequilibrios acumulados durante la fase anterior de expansión: déficit público, desempleo y endeudamiento del sector privado.

La segunda consideración es que existen riesgos (que provienen en estos momentos, sobre todo, de la economía internacional, y en particular de la evolución de la zona del euro) que pueden afectar a esa recuperación.

En tercer lugar, cabe constatar los avances que se están logrando en la gobernanza económica europea (en particular, en la unión bancaria), que —todos lo esperamos— contribuirán a paliar y, finalmente, a eliminar la fragmentación financiera, y a darle mayor solidez al complejo entramado institucional que es la unión monetaria en el marco de la Unión Europea.

Muchas gracias.

1.10.2014.

El Banco de España ha iniciado un proceso de transición hacia un nuevo calendario de difusión del «Informe trimestral de la economía española». El próximo informe se publicará en diciembre de este año e irá acompañado de una actualización de las proyecciones macroeconómicas para el bienio 2014-2015 (véase recuadro 1).

La estimación del PIB del tercer trimestre tiene un carácter más preliminar de lo habitual y está sujeta a especiales dificultades por las diferencias estadísticas que puedan surgir a raíz de los cambios en la metodología y en la base de la Contabilidad Nacional que están llevándose a cabo en estos momentos. Las estimaciones de avance del PIB del tercer trimestre que publicará el INE en noviembre se elaborarán con el nuevo estándar metodológico de la CN (véase recuadro 2). Al cierre de este informe, se desconoce la magnitud de los cambios en las series trimestrales que comportará la nueva base, pero modificaciones en el perfil de estas últimas o en la propia composición del PIB podrían tener efectos significativos sobre las proyecciones macroeconómicas, lo que exige tomar con particular cautela las cifras que se comentan a continuación.

Durante el tercer trimestre, la economía española prolongó la pauta de recuperación que se empezó a perfilar a lo largo del año pasado, apoyada en la progresiva normalización de las condiciones de financiación, el mantenimiento de niveles de confianza relativamente robustos (pese a algunos desarrollos adversos en el entorno exterior) y la favorable evolución del mercado laboral. Las estimaciones realizadas a partir de la información coyuntural disponible apuntan a que, en el período julio-septiembre, el PIB pasó a crecer un 0,5 %, completando un ciclo de cinco trimestres consecutivos de crecimientos positivos. En términos de la tasa de variación interanual, el producto habría aumentado un 1,6 %. Por el lado del gasto, se estima que la demanda interna avanzó a un ritmo del 0,6 % en tasa intertrimestral, mientras que la demanda exterior neta habría tenido una contribución levemente negativa al avance del producto. El empleo mantuvo el tono de mejoría que se viene observando desde finales de 2013, aunque a un ritmo ligeramente inferior al del período abril-junio, estimándose una tasa intertrimestral del 0,4 %, que situaría el avance interanual de la ocupación en el 1,2 %.

Con las cautelas mencionadas, la evolución económica y financiera de los últimos meses, junto con los cambios observados en los supuestos técnicos utilizados, confirma el escenario de paulatina recuperación que anticipó el informe trimestral de julio, con un crecimiento estimado del PIB del 1,3 % y del 2 % en 2014 y 2015, respectivamente. No obstante, los riesgos de desviación a la baja en torno a este escenario central se han acentuado en los últimos meses, debido al empeoramiento de las perspectivas de la economía internacional, en particular de la zona del euro.

La tasa de inflación, medida por el ritmo de variación interanual del IPC, registró un valor ligeramente negativo en el promedio del tercer trimestre (-0,3 %). Como se había previsto, esta evolución estuvo muy condicionada por la trayectoria de los precios de sus componentes más volátiles, que se vieron afectados por efectos de comparación de naturaleza transitoria, especialmente intensos en el caso de algunos alimentos no elaborados y de los precios de los combustibles. Asimismo, el abaratamiento del crudo en los mercados internacionales contribuyó a moderar los precios finales de la energía. Con todo, la inflación subyacente, aproximada por el IPSEBENE, mantuvo un incremento nulo a lo largo del

El Banco de España comenzó a publicar proyecciones macroeconómicas para la economía española, con carácter anual, en 2007. En marzo del presente ejercicio se acordó un cambio en la frecuencia de publicación de las citadas proyecciones, de modo que esta se produciría, a partir de abril, en las sucesivas ediciones del «Informe trimestral de la economía española». El Banco de España se alinea así con los desarrollos recientes en el ámbito de la publicación de proyecciones macroeconómicas por parte de la mayoría de los bancos centrales del Eurosistema y de otros organismos públicos y privados, que difunden previsiones varias veces al año.

La incorporación de las previsiones macroeconómicas en el marco del informe trimestral constituye un paso lógico, ya que dicho informe recoge los análisis más completos y detallados sobre la coyuntura de la economía española que de manera regular publica el Banco. Concentrar en el informe trimestral tanto las perspectivas futuras de la economía española como el seguimiento coyuntural del trimestre permite engarzar mejor el análisis de los principales desarrollos coyunturales recientes con las perspectivas a medio plazo.

Esta decisión conlleva algunos cambios en la organización de los contenidos del informe trimestral, así como en su calendario de

publicación, que se adelantará en un mes con respecto al calendario actual. A partir de diciembre de 2014 pasará a publicarse en los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre.

Según este nuevo esquema, la extensión y el detalle de la presentación de las proyecciones diferirán en los distintos informes trimestrales. El ciclo anual de publicación de previsiones para el año en curso y el siguiente comenzará en marzo, e irá acompañado de un análisis de las condiciones macrofinancieras de la economía española durante el siguiente bienio, tal y como se viene haciendo en los últimos años en el marco del «Informe de proyecciones» que, con carácter general, se publica en dicho mes. Los informes trimestrales de junio y diciembre recogerán las previsiones para la economía española elaboradas por el Servicio de Estudios del Banco de España en el contexto del ejercicio conjunto de previsiones del Eurosistema, cuyos resultados agregados para la UEM hace públicos el BCE tras el Consejo de Gobierno de política monetaria correspondiente a cada uno de estos dos meses. Finalmente, el informe correspondiente a septiembre publicará los resultados de la actualización de las previsiones publicadas en junio.

tercer trimestre, como viene sucediendo desde el mes de mayo, lo que indica un cambio más profundo en la dinámica de la inflación en España. Los efectos transitorios mencionados perdieron fuerza a lo largo del trimestre, de modo que en septiembre la tasa de variación interanual del IPC se situó en el $-0,2\%$, tres décimas por encima de la cifra de agosto. La desaceleración de los precios en España durante el tercer trimestre fue más intensa que la registrada en la UEM, de modo que el diferencial de inflación se hizo más favorable a España, alcanzando los 0,6 puntos porcentuales (pp) en septiembre.

Las proyecciones sobre la inflación son muy similares a las que se publicaron en el informe trimestral de julio. Se prevén tasas de inflación, medidas por el IPC, muy reducidas a lo largo del horizonte de proyección, con tasas promedio del $0,1\%$ y del $0,7\%$ en 2014 y 2015, respectivamente, como reflejo del grado de holgura que todavía presentará la economía española y de una evolución moderada de costes y márgenes. Los riesgos de que se produzcan desviaciones respecto a las previsiones de inflación se encuentran sesgados a la baja, como se valoró en julio.

En el panorama internacional, la economía mundial mantuvo una trayectoria de recuperación, aunque el comportamiento de las distintas áreas siguió siendo desigual y se han ido acentuando los elementos de fragilidad de aquella (véase recuadro 3). Entre las economías desarrolladas, frente a la mayor fortaleza de Estados Unidos y de Reino Unido, cabe destacar la falta de dinamismo de la zona del euro. Entre las emergentes, se estabilizó el ritmo de avance de las economías asiáticas y, en sentido contrario, prosiguió la desaceleración de la actividad en América Latina. En conjunto, a lo largo del tercer trimestre se produjo un debilitamiento del comercio mundial. Por su parte, las tasas de inflación permanecieron en registros moderados, contenidas por el descenso de los precios de las

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

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Información disponible hasta el 16 de octubre de 2014.

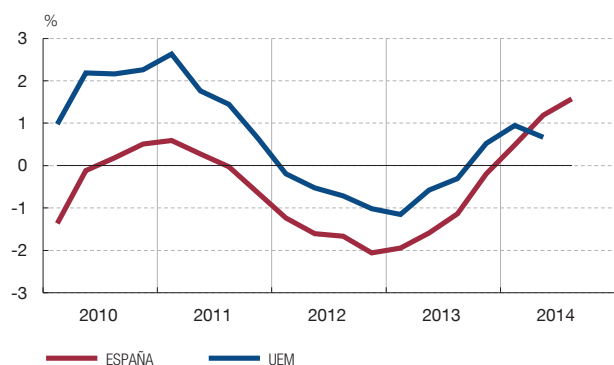
b Contribución a la tasa de variación intertrimestral del PIB, en puntos porcentuales.

materias primas. La ausencia de presiones inflacionistas determinó que la política monetaria de los principales bancos centrales prolongara su tono expansivo, aunque en aquellas en las que la recuperación parecía tener visos de mayor fortaleza se comenzaron a dar los primeros pasos para la retirada de las medidas no convencionales. Las divergencias en las perspectivas de crecimiento se habían empezado a reflejar igualmente en la evolución de los tipos de cambio, dentro de un clima de elevada volatilidad. En concreto, desde junio el euro se había llegado a depreciar casi un 8 % frente al dólar, aunque más recientemente ese movimiento se ha visto parcialmente corregido.

En la zona del euro, la pérdida de vigor de la recuperación económica, tras el estancamiento de la actividad en el segundo trimestre, ha llevado a reducir las previsiones de crecimiento del área para 2014 y 2015 (véase recuadro 4). Los principales organismos internacionales anticipan un escenario de recuperación débil y sujeto a riesgos significativos de desviación a la baja. La prolongación de la trayectoria descendente de la tasa de inflación en el último trimestre, hasta alcanzar una tasa de variación del IAPC del 0,3 % en septiembre, ha determinado igualmente una revisión a la baja de las perspectivas de inflación de la UEM, que se situaría durante un período muy prolongado en registros alejados del 2 %, que es la referencia para la política monetaria en el medio plazo.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE aprobó en los últimos meses nuevas medidas que refuerzan las actuaciones acordadas en junio, tanto en el ámbito convencional como en el no convencional, con el objetivo de reforzar el carácter expansivo de la política monetaria, reparar su mecanismo de transmisión y facilitar la concesión de crédito al sector privado. En el frente convencional, el BCE, en su reunión del 4 de septiembre, redujo el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 10 puntos

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL



TASAS DE VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL



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

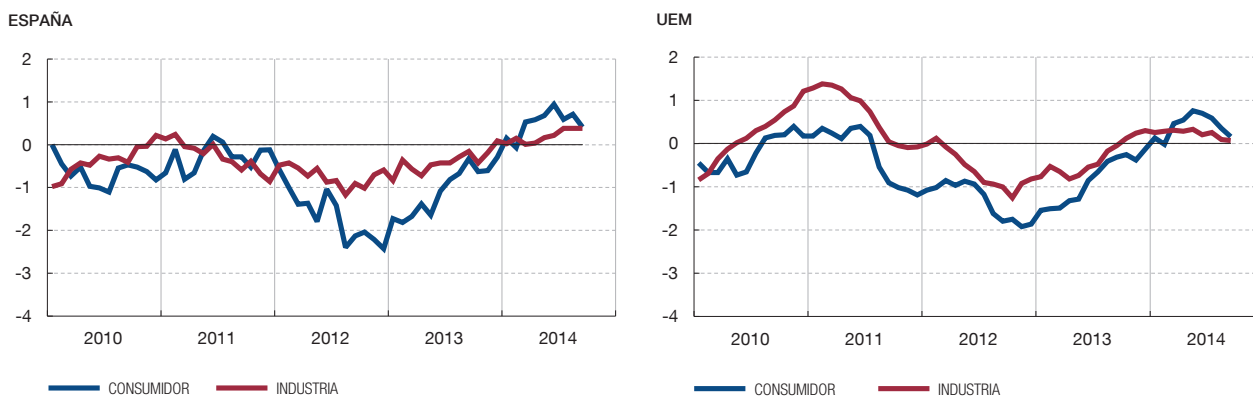
a Series ajustadas de estacionalidad.

básicos (pb), hasta el 0,05 %, y situó los de la facilidad marginal de depósito y de crédito en el -0,20 % y en el 0,30 %, respectivamente, lo que, a efectos prácticos, agota el margen de maniobra de la política monetaria convencional. En el terreno no convencional, tras la aprobación en junio de la nueva facilidad de financiación a largo plazo con objetivo específico, el Consejo de Gobierno del BCE anunció dos nuevos programas de adquisición de valores privados; concretamente, de bonos bancarios garantizados y de bonos de titulización de activos, cuyos detalles técnicos se dieron a conocer tras la reunión del Consejo de Gobierno del 2 de octubre (véase recuadro 5 para más detalle).

Este conjunto de medidas ha propiciado una relajación significativa de las condiciones monetarias y financieras de la zona del euro desde junio, a través de su impacto sobre los tipos de interés, que se han reducido a todos los plazos, y del tipo de cambio del euro, que ha experimentado una significativa depreciación en los últimos meses. El grado de fragmentación financiera se ha reducido en este período, si bien la transmisión homogénea entre países de los impulsos monetarios sigue encontrando algunas dificultades. No obstante, en los días previos a la publicación de este informe se ha producido un nuevo brote de inestabilidad financiera, ligado parcialmente a los temores de una intensificación de los riesgos que rodean a la débil recuperación, cuyo alcance es prematuro valorar.

Con este trasfondo, en España las condiciones financieras continuaron mejorando a lo largo del tercer trimestre, aunque también se han visto afectadas por las tensiones más recientes. Se produjeron nuevos descensos en las rentabilidades de la deuda pública española y en los diferenciales frente al bono alemán. Las primas de riesgo de los valores de renta fija privados se mantuvieron en niveles moderados, los tipos de interés del mercado interbancario se redujeron en todos los plazos y el coste de la financiación de las entidades de crédito disminuyó. El descenso de los tipos de interés se trasladó al coste de los nuevos créditos concedidos a empresas y familias en casi todos los segmentos, si bien permanecen en niveles relativamente elevados para el tono de la política monetaria (véase recuadro 6).

A pesar de la mejora de los condicionantes financieros y del mantenimiento de niveles altos de confianza, el ritmo de avance del gasto del sector privado no financiero se redujo levemente en el tercer trimestre. En el caso de algunos componentes de la demanda interna (la inversión empresarial, principalmente), la desaceleración de los planes de gasto



FUENTE: Comisión Europea.

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

podría empezar a reflejar el deterioro del entorno exterior y las dudas sobre la recuperación del área del euro.

Se estima un aumento del consumo de los hogares algo inferior al observado el trimestre precedente (del 0,5 % en tasa intertrimestral), dentro de una trayectoria favorable. Este comportamiento se apoyaría en la creación de empleo y en la fortaleza que aún mantiene el gasto de algunos componentes de consumo duradero. La renta disponible avanzó moderadamente en la primera mitad del año y se mantuvo la senda de revalorización de la riqueza financiera de los hogares.

Por su parte, la inversión residencial atenuó su tasa de retroceso en el período julio-septiembre, en un contexto en el que los visados de obra nueva y los indicadores de demanda de vivienda dieron señales de estabilización tras siete años de ajuste. Los precios inmobiliarios mostraron un cierto cambio de tono, al registrar tasas próximas a cero o ligeramente positivas tras más de seis años de retrocesos continuados. La tasa interanual del índice de precios de la vivienda (IPV) se situó en el segundo trimestre en el 0,8 %, lo que cifra el ajuste acumulado de este indicador desde su nivel máximo en el 36 % en términos nominales (44 % en términos reales). La mejora del IPV fue algo más intensa que lo anticipado por otras fuentes estadísticas, pero todas ellas apuntan en la misma dirección y, como aquel, señalan comportamientos dispares por áreas geográficas.

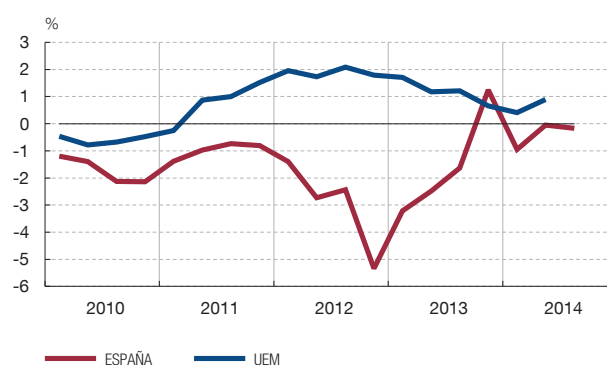
En el ámbito empresarial, la inversión productiva habría mostrado una desaceleración en el tercer trimestre, como consecuencia de la ralentización de la inversión en bienes de equipo, ya que se estima un pequeño avance de la inversión en construcción no residencial. Esta desaceleración del gasto de las empresas podría estar relacionada con el aumento de la incertidumbre en torno a la cartera de pedidos exteriores.

La contracción del crédito al sector de hogares hasta agosto fue de magnitud similar a la del trimestre precedente (-4,5 % en tasa interanual), contribuyendo a un nuevo descenso de su ratio de endeudamiento sobre la renta disponible, cuyo avance influyó en la misma dirección. A su vez, el saldo de financiación crediticia al sector empresarial se redujo en el tercer trimestre a tasas similares a la del período abril-junio (-4,7 % en tasa interanual en agosto), al igual que la ratio de endeudamiento sobre el PIB del sector. Pese a ello, los

ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO (a)



COSTES LABORALES UNITARIOS (b)



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

a Tasas de variación interanual.

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

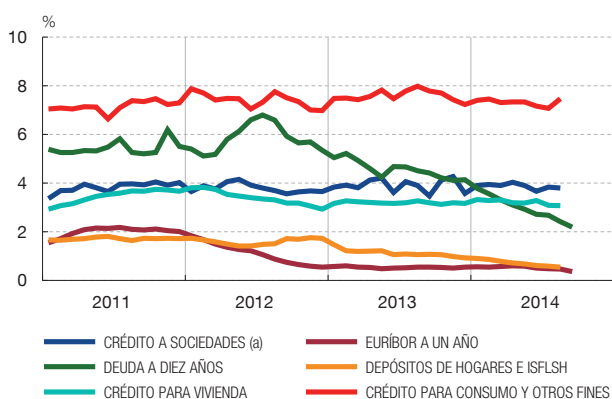
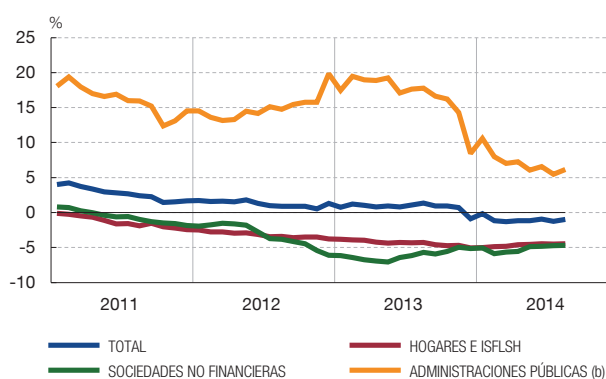
volúmenes brutos de las nuevas operaciones aumentaron en la mayoría de segmentos a un ritmo superior al del trimestre precedente.

La actuación de las AAPP en el tercer trimestre, con información todavía muy parcial, muestra una continuación de la senda de contención del gasto público y de la recuperación de la mayoría de figuras impositivas, ligada a la evolución de sus bases, en particular de la demanda interna y el empleo. El déficit agregado de la Administración Central, las CCAA y la Seguridad Social se cifró hasta julio en el 3,9% del PIB, lo que indica que el logro del objetivo de déficit establecido (5,5% del PIB en 2014) requerirá perseverar en el ajuste en los meses restantes del año. El plan presupuestario recientemente aprobado, que presenta las principales orientaciones de los borradores de los Presupuestos de la Administración Central y de las CCAA, según dictan los nuevos procedimientos de gobernanza fiscal europea, anticipa el cumplimiento de este objetivo en 2014, si bien con una evolución de los ingresos algo más negativa de lo previsto.

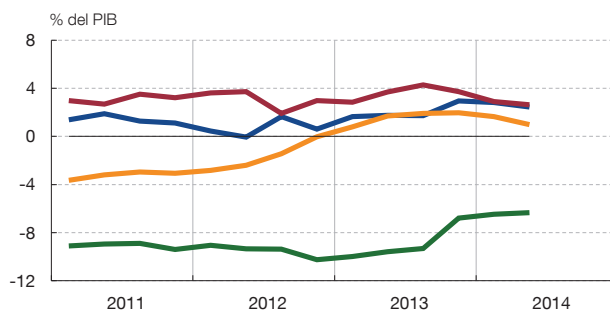
Por otra parte, el plan establece, como hacía el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado, un déficit de las AAPP para 2015 del 4,2% del PIB, en línea con la senda de ajuste aprobada por el Consejo Europeo de julio de 2013. A su vez, la previsión oficial de la ratio de deuda pública sobre el PIB para ese año se sitúa en el 100,3%. Las proyecciones presupuestarias se han elaborado teniendo en cuenta los cambios tributarios que se producirán por la entrada en vigor de la reforma fiscal aprobada recientemente. Estiman que la pérdida recaudatoria que se produzca por este motivo se verá compensada por una respuesta muy favorable de los ingresos a la recuperación económica que proyectan. La incertidumbre que rodea las estimaciones de los ingresos y su respuesta al ciclo económico, en particular en un contexto de cambios impositivos, exige una atenta vigilancia que permita reaccionar ante posibles desviaciones en la ejecución presupuestaria.

La evolución más reciente de los intercambios de bienes y servicios con el exterior confirma la progresiva disminución de la contribución de la demanda exterior neta al PIB. A lo largo del último trimestre, el avance de las exportaciones de bienes se vio limitado por la pérdida de dinamismo de nuestros mercados de exportación a causa de la progresiva falta de pulso de la zona del euro, al tiempo que las importaciones mantuvieron tasas elevadas de avance. A lo largo de este ejercicio se está produciendo una ralentización

TIPOS DE INTERÉS

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

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (c)



FUENTE: Banco de España.

- a 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.
- b Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- c Datos acumulados de cuatro trimestres. La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

del ritmo de ajuste del desequilibrio exterior, como refleja la evolución de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, que arroja una capacidad de financiación de la nación del 1,1 % del PIB (en acumulado de cuatro trimestres hasta junio), frente al 2,1 % en 2013. Datos más actualizados de la balanza de pagos, hasta julio¹, confirman esta trayectoria, que refleja el empeoramiento del saldo neto de la cuenta corriente (con un déficit de -5,9 mm en enero-julio, frente a un superávit de 5,7 mm en igual período del año anterior), atribuible al aumento del déficit en la balanza de bienes.

El empleo moderó levemente su ritmo de avance después del verano. El número de afiliados a la Seguridad Social se incrementó un 0,5 % en el período julio-septiembre en tasa intertrimestral ajustada de estacionalidad, frente al 0,7 % del trimestre previo. Todas las ramas productivas crearon empleo neto, excepto la agricultura, aunque con desigual

¹ La publicación de la Balanza de Pagos de julio de 2014 se realizó, por primera vez, de acuerdo con el sexto *Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional* y con una integración plena de nuevas fuentes de información, por lo que también se han revisado los datos de los últimos años. Para más información, véanse las notas de prensa publicadas a tal efecto en el sitio web del Banco de España: <http://www.bde.es/bde/es/Home/Noticias/>.

El Instituto Nacional de Estadística (INE) ha comenzado a publicar desde finales de septiembre las series históricas de la Contabilidad Nacional de España (CNE) en la nueva base 2010, de acuerdo con el nuevo estándar metodológico obligatorio de la Unión Europea: el Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales 2010 (SEC 2010). La nueva CNE conlleva modificaciones de carácter metodológico asociadas a la adaptación al SEC 2010 e incorpora, como es habitual con los cambios de base, novedades de índole estadística derivadas de revisiones en las fuentes estadísticas utilizadas o en los procedimientos de estimación¹. Por el momento, el INE ha publicado las cuentas anuales de los principales agrega-

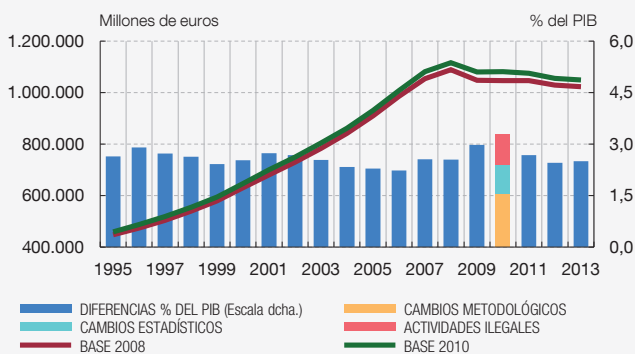
dos macroeconómicos en base 2010 para el período 1995-2013 y las cuentas trimestrales no financieras de los sectores institucionales 1999-2013. La publicación de las series históricas de la CNE en la nueva base en frecuencia trimestral está anunciada para el 27 de noviembre. En este recuadro se describen los cambios más relevantes del SEC 2010 y se detallan las principales implicaciones sobre los agregados macroeconómicos.

Entre las modificaciones metodológicas que conlleva el SEC 2010 destaca la incorporación de los gastos de investigación y desarrollo (I+D) y las compras de sistemas de armamento como gasto de inversión en capital fijo, mientras que en el SEC 95 se trataban como consumos intermedios. Asimismo, la depreciación de estos gastos se refleja ahora en el consumo de capital fijo. Entre las novedades de carácter estadístico, cabe señalar la incorporación de la información procedente del Censo de Población y Viviendas de 2011 y de la revisión de las estadísticas exteriores, a raíz de la adopción de la metodología de la 6.ª edición

1 Un mayor detalle de estos cambios puede encontrarse en «Contabilidad Nacional de España. Nueva base 2010. Serie 2010-2013», Instituto Nacional de Estadística, nota actualizada el 3 de octubre 2014, y en «Implementación del Sistema Europeo de Cuentas 2010 (SEC 2010) en la Contabilidad Nacional de España. Nota metodológica. Avance de estimación provisional de efectos», Instituto Nacional de Estadística, junio de 2014.

1 CONTABILIDAD NACIONAL DE ESPAÑA. NUEVA BASE 2010

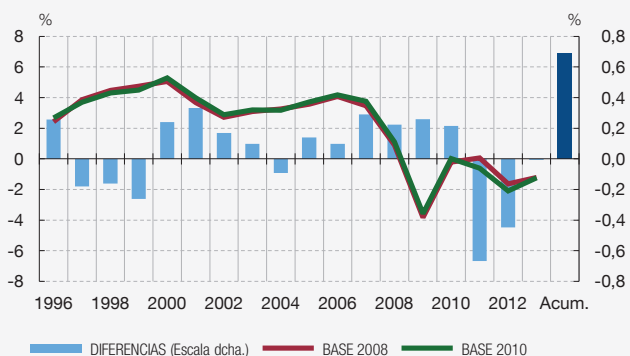
1.1 PIB NOMINAL



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

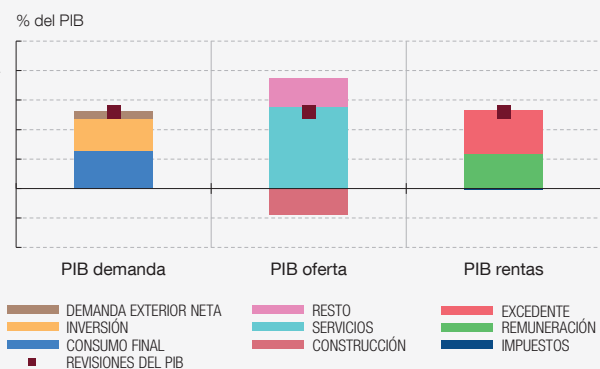
2 CONTABILIDAD NACIONAL DE ESPAÑA. NUEVA BASE 2010

2.1 VARIACIÓN ANUAL EN VOLUMEN DEL PIB

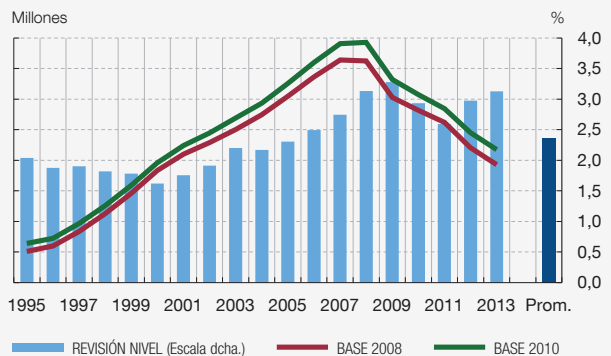


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

1.2 REVISIÓN DEL PIB NOMINAL POR COMPONENTES Promedio 1995-2013



2.2 PUESTOS DE TRABAJO EQUIVALENTE A TIEMPO COMPLETO



del *Manual de Balanza de Pagos y Posición Inversión Internacional* (MBP6) del FMI. Por último, la CNE base 2010 introduce la estimación de las actividades ilegales que ya estaba contemplada en el SEC 95, pero que aún no se había realizado. El INE ha estimado estas actividades ilegales siguiendo la metodología y procedimientos establecidos por Eurostat al respecto, con el fin de que las series de los distintos países sean homogéneas y comparables entre sí.

Como resultado de este conjunto de novedades, el nivel del PIB nominal en base 2010 se revisa al alza desde el año 1995, hasta alcanzar un nivel en 2013 superior en un 2,6 % al que tenía en base 2008. De acuerdo con las estimaciones del INE, los cambios metodológicos explican casi un 50 % de esta revisión, mientras que las modificaciones estadísticas y la incorporación de las actividades ilegales explican el resto prácticamente a partes iguales (véase panel izquierdo del gráfico 1)². Por el lado del gasto, la revisión al alza del PIB nominal descansa en un nivel superior de la demanda nacional, tanto de la inversión como del consumo priva-

do. Por el lado de la oferta, el mayor PIB nominal se explica por la mayor actividad del sector servicios, en detrimento de la construcción, mientras que, por el lado de las rentas generadas, son mayores tanto la aportación de la remuneración de asalariados como del excedente bruto de explotación (véase panel derecho del gráfico 1).

La importancia de los distintos componentes de la demanda en relación con el PIB no ha registrado variaciones significativas en la nueva base, con la excepción de las exportaciones y de las importaciones, que disminuyen en porcentaje del PIB al revisarse los datos del comercio exterior. Como resultado de estos cambios, el saldo exterior de la balanza de bienes y servicios mejora en la nueva CNE en torno a un punto del PIB en el período 2010-2013; por su parte, la capacidad de financiación de la nación alcanzó en 2013 un 2,1 % del PIB, frente a un 1,5 % en la antigua base.

El efecto que han tenido todos estos cambios sobre la tasa de variación del PIB en términos reales ha sido reducido, excepto para los años 2011 y 2012, en los que se ha revisado a la baja el crecimiento del PIB en 0,6 pp y 0,4 pp, respectivamente. No obstante, con la nueva CNE el crecimiento acumulado del PIB

2 El INE ha publicado el impacto de los cambios exclusivamente para el año 2010.

1 PIB Y COMPONENTES DE LA DEMANDA: ESPAÑA (comparación base 2010 con base 2008)

Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB

	2013	2011		2012		2013	
	% PIB nom. (SEC 2010)	Nuevo	Dif.	Nuevo	Dif.	Nuevo	Dif.
ESPAÑA							
Producto interior bruto	100,0	-0,6	-0,7	-2,1	-0,4	-1,2	0,0
Consumo privado	58,2	-2,0	-0,8	-2,9	-0,1	-2,3	-0,2
Consumo público	19,5	-0,3	0,2	-3,7	1,1	-2,9	-0,7
Formación bruta de capital	19,0	-6,4	-0,8	-8,3	-1,4	-3,7	1,5
Exportaciones	31,6	7,4	-0,2	1,2	-0,9	4,3	-0,6
Importaciones	28,1	-0,8	-0,7	-6,3	-0,6	-0,5	-0,9
Contribución al crecimiento del PIB							
Demanda nacional	-	-2,7	-0,7	-4,3	-0,1	-2,7	0,0
Demanda exterior neta	-	2,1	0,0	2,2	-0,3	1,4	0,0
Pro memoria							
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	-	-2,9	0,7	0,1	0,7	2,1	0,6
Empleo	-	-2,6	-0,3	-4,4	0,4	-3,3	0,1
PIB nominal	-	-0,5	-0,6	-1,9	-0,2	-0,6	0,0
Deflactor del PIB	-	0,1	0,1	0,2	0,2	0,7	0,1
Consumo privado nominal	-	0,6	-0,7	-0,6	-0,2	-1,4	-0,6
Deflactor del consumo	-	2,7	0,2	2,4	-0,1	0,9	-0,4
Tasa de ahorro de los hogares (% de la RBD)	-	11,7	-1,0	9,0	-1,4	11,2	0,8
Remuneración por asalariado	-	0,9	-0,5	-0,6	-0,8	1,7	1,0
Coste laboral unitario	-	-1,1	-0,1	-3,0	0,0	-0,4	1,1
PIB nominal (miles de millones de euros)	-	1.075,1	28,8	1.055,2	25,9	1.049,2	26,2
Δ PIB nominal (base 2010/base 2008) (%)	-	2,8	-	2,5	-	2,6	-

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

real desde 1995 hasta 2013 es superior en 0,7 pp al registrado con la base 2008 (véase panel izquierdo del gráfico 2). En el cuadro 1 se resumen los principales cambios en las tasas de variación en el período más reciente. Por componentes, destaca la revisión a la baja del ritmo de avance de la demanda nacional, principalmente el del consumo privado, mientras que las tasas de la formación bruta de capital fijo se han revisado al alza, excepto en los años 2011-2012, para los que se estima un crecimiento menor en la nueva base. En cuanto a la demanda exterior, tanto el crecimiento de las exportaciones como el de las importaciones han sido revisados a la baja (en 0,4 pp y 0,7 pp, respectivamente, en promedio anual). Como resultado, la aportación de la demanda externa al avance del PIB se modifica levemente al alza, con la excepción de 2012, en que es inferior en 0,3 pp a la estimación en base 2008. En cuanto a los precios, el deflactor del PIB apenas se ha revisado en promedio del período. Por su parte, el nivel del empleo en la nueva CNE anual es superior al estimado en base 2008 en todo el período; en concreto, un 3 % superior en 2013 (véase panel derecho del gráfico

co 2). No obstante, en términos de la tasa de variación, las revisiones han sido muy reducidas.

En lo referente a las Administraciones Públicas (AAPP), las modificaciones más importantes que introduce la nueva CNE se centran en el aumento del número de entidades consideradas como AAPP por el refuerzo del criterio de control público de las entidades y la modificación del criterio de la ratio del 50 % de ventas/costes de producción³. Los impuestos pasan a atribuirse a la administración que tiene la capacidad normativa sobre ellos: esto implica, por ejemplo, que el recurso IVA de la Unión Europea, que hasta ahora se registraba como impuesto pagado al resto del mundo, pasa a contabilizarse como IVA de las AAPP y como pago por transferencia al resto del mundo. Como se ha mencionado anteriormente, las compras de I+D y las de

3 Se hace más restrictivo el criterio al reducirse el numerador por las ventas a otras Administraciones Públicas si no ha habido concurrencia y aumentarse el denominador por incluir los intereses como coste.

2 PRINCIPALES MAGNITUDES DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS EN SEC 2010

	Magnitudes en porcentaje del PIB, SEC 2010				Diferencias con respecto a las ratios sobre PIB anteriores (a)			
	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
Saldo de las AAPP	-9,4	-9,4	-10,3	-6,8	0,2	0,1	0,3	0,3
Cambios en la ratio debidos al saldo					-0,1	-0,1	0,1	0,1
Cambios en la ratio debidos al PIB					0,3	0,3	0,3	0,2
Saldo ajustado del impacto de las ayudas a IIFF	-9,4	-8,9	-6,6	-6,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Saldo de los subsectores de las AAPP								
Administración Central	-4,8	-3,4	-7,8	-4,7	0,2	0,1	0,2	0,1
Seguridad Social	-0,2	-0,1	-1,0	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Comunidades Autónomas	-3,7	-5,1	-1,8	-1,5	0,1	0,1	0,0	0,0
Corporaciones Locales	-0,7	-0,8	0,3	0,5	0,0	0,0	0,1	0,1
Deuda pública (PDE)	60,1	69,2	84,4	92,1	-1,6	-1,3	-1,5	-1,8
Cambios en la ratio debidos al saldo de las AAPP					0,1	0,1	-0,1	-0,1
Cambios en la ratio por otras revisiones de la deuda					0,3	0,5	0,6	0,7
Cambios en la ratio debidos al PIB					-2,0	-1,9	-2,1	-2,3
Pro memoria								
Ingresos de las AAPP	36,2	36,0	37,0	37,5	-0,5	-0,1	-0,2	-0,3
Gastos de las AAPP (excl. ayudas a IIFF)	45,6	45,0	43,6	43,8	-0,7	-0,3	-0,5	-0,6

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Intervención General de la Administración del Estado y Banco de España.

a Las diferencias reflejan los cambios en la metodología de Contabilidad Nacional (paso del SEC 95 al SEC 2010) y posibles revisiones de datos pasados, algunas de las cuales podrían haber ocurrido incluso manteniendo el estándar del SEC 95. Con los datos diseminados por el INE y la IGAE no es posible separar estos dos efectos con carácter general.

sistemas de armamento se registran ahora como gasto de inversión, con la particularidad de que la producción de estos bienes por las AAPP para uso final propio supondrá un aumento de los ingresos por producción y un aumento de la formación bruta de capital para aquellas. Asimismo, se produce una reestimación de las cotizaciones imputadas asociadas al régimen de clases pasivas, que hasta ahora se realizaba como diferencia entre las prestaciones pagadas y las cotizaciones sociales efectivas, y ahora se estiman a partir de las bases y porcentajes de cotización de la parte empresarial que correspondería en el Régimen General de la Seguridad Social. Finalmente, se adecua el tratamiento de los pagos por intereses según el criterio PDE al de la CN⁴.

4 Así, los *swaps* de intereses seguirán considerándose operaciones financieras, sin impacto en el saldo de las AAPP. Hasta ahora, el criterio PDE incluía estas operaciones entre los intereses pagados.

En el caso del año 2013, estos cambios se reflejan tanto en el saldo de las AAPP (menor déficit en millones de euros y en porcentaje del PIB) como en la deuda pública (mayor nivel en millones, pero menor en porcentaje del PIB). En concreto, en el año 2013 los cambios han supuesto una reducción del déficit público (neto de ayudas a instituciones financieras) desde el 6,6 % del PIB, según el criterio anterior, hasta un 6,3 % del PIB con la nueva CN. De esta reducción, 0,2 pp se deben al aumento del denominador de la ratio (el aumento del PIB comentado en este recuadro). Por lo que respecta a la deuda pública, los cambios suponen una reducción de la ratio con respecto al PIB desde el 93,9 % del PIB, según el criterio anterior, hasta el 92,1 % del PIB con la nueva CN. En este caso, el cambio en el PIB ha contribuido a reducir en 2,3 pp la ratio. En los agregados de la cuenta de AAPP, el cambio de CN ha supuesto menores porcentajes del PIB, tanto en el total de ingresos del año 2013 (0,3 % del PIB) como en el total de gastos (0,6 % del PIB) (véase cuadro 2).

intensidad: el aumento de los afiliados fue muy moderado en la industria y en la construcción y más elevado en los servicios de mercado, como viene ocurriendo desde finales del año pasado. La tasa de variación de los afiliados con contrato temporal fue superior a la de los indefinidos, si bien en septiembre se observó un aumento interanual de los afiliados con contrato indefinido por primera vez desde 2008. También repuntó levemente el número de afiliados con jornada completa, en este caso por cuarto mes consecutivo. El paro registrado continuó disminuyendo, con una caída interanual del 5,9 % en septiembre.

El mejor comportamiento del empleo a lo largo del último año obedece, en parte, al mantenimiento de las pautas de moderación salarial. El incremento medio de las tarifas hasta septiembre se situó en el 0,6 %, en línea con lo observado en 2013 y con las recomendaciones del Acuerdo Interconfederal para la Negociación Colectiva, que expirará al concluir el ejercicio. De cara al futuro, el entorno de baja inflación en la UEM complicará el logro de ganancias adicionales de competitividad, por lo que resulta fundamental asegurar la vinculación de los costes laborales con la situación específica de las empresas y profundizar en las reformas estructurales.

2 ENTORNO EXTERIOR DEL ÁREA DEL EURO

Durante el último trimestre se ha producido una revisión general a la baja de las perspectivas de crecimiento mundial respecto a lo anticipado al cierre del segundo trimestre. Este cambio en la valoración de la coyuntura económica global responde a los decepcionantes datos de actividad registrados en algunos países en los últimos meses, pero también apunta a un deterioro del potencial de crecimiento en ciertas áreas (véase recuadro 3). Entre las economías avanzadas, en Estados Unidos y Reino Unido continúa afianzándose la recuperación, mientras que en Japón se ha elevado la incertidumbre sobre el impacto que el alza impositiva (introducida en abril) podría tener sobre el crecimiento. Entre las economías emergentes, mientras que en China y el resto de Asia se aprecia una cierta estabilización de la actividad, el deterioro en América Latina —más intenso de lo anticipado— y el debilitamiento de los países de la UE no pertenecientes al área del euro han contribuido a la revisión a la baja del crecimiento esperado. Por otro lado, en los últimos meses se ha profundizado la divergencia en los ciclos de política monetaria de las principales economías avanzadas. Así, mientras que en Estados Unidos y Reino Unido la evolución de la actividad parece apoyar el inicio del ciclo alcista de los tipos de interés en los próximos trimestres, en el área del euro —que ha adoptado nuevas medidas expansivas— y en Japón no se vislumbra el cambio en el tono de la política monetaria.

En este contexto, los mercados financieros internacionales registraron correcciones puntuales durante el trimestre, coincidiendo, entre otros factores, con momentos de especial aumento de las tensiones geopolíticas y con decisiones de política monetaria, y en las que los segmentos de mayor riesgo fueron los más afectados. Desde el mes de septiembre se ha producido un repunte de la volatilidad en los mercados cambiarios y bursátiles más sostenido —que se ha agudizado en los primeros días de octubre— y que demuestra una mayor sensibilidad ante eventos negativos. Con todo, la búsqueda de rentabilidades ha persistido durante la mayor parte del período, con diferenciales de crédito y volatilidades en niveles históricamente reducidos. En las principales economías avanzadas las bolsas experimentaron pérdidas —más intensas a lo largo de octubre— y los rendimientos de la deuda soberana cayeron en los plazos más largos, lo que puede indicar un movimiento de huida hacia la calidad. Asimismo, la fuerte apreciación del dólar refleja la divergencia de las políticas monetarias entre las principales economías avanzadas. En los mercados emergentes la evolución fue, en general, relativamente positiva, dado el contexto de baja volatilidad global, si bien la corrección observada desde inicios de septiembre ha sido más acusada, en parte, por la apreciación generalizada del dólar, que redujo la rentabilidad de las operaciones de *carry trade* en los mercados emergentes más líquidos y motivó depreciaciones acusadas en sus monedas. A estos factores globales se han unido, en el caso de América Latina, factores intrínsecos, como la incertidumbre electoral en Brasil, o el descenso de los precios de materias primas, que ha afectado a Chile y a Colombia. En los mercados de materias primas, se ha producido una caída generalizada en los precios como consecuencia de las señales de un menor crecimiento global. El descenso ha sido especialmente significativo en el caso del petróleo, a pesar de la elevada inestabilidad política en Oriente Medio, habiendo bajado el precio del barril tipo Brent hasta el entorno de los 85 dólares.

En *Estados Unidos*, la estimación final del PIB del segundo trimestre registró un crecimiento del 4,6% intertrimestral anualizado, tras la contracción del 2,1% registrada en el primero.

Las recientes previsiones realizadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) para la economía mundial, publicadas en el *World Economic Outlook* de octubre de 2014, muestran revisiones a la baja casi generalizadas, en un contexto de débil recuperación económica, aunque desigual por países. Como se aprecia en el cuadro 1 y en el gráfico 1, se espera un crecimiento de la economía mundial del 3,3 % en 2014, similar al del año pasado y tres décimas menos que el previsto el pasado abril, que aumentaría al 3,8 % en 2015, una décima menos de lo previsto anteriormente. Este deterioro de las perspectivas económicas obedece a la evolución de las economías avanzadas durante el primer semestre del año, que ha sido peor que la esperada, y al continuo deterioro de las perspectivas de algunas de las principales economías emergentes.

En las economías avanzadas, los malos resultados de la primera mitad del año reflejan, en algunos casos, factores transitorios, como la meteorología adversa en Estados Unidos en el primer trimestre o la subida del impuesto al consumo en Japón en el segundo, pero también el estancamiento del área del euro. La previsión de crecimiento para 2014 en este conjunto de países se ha reducido cuatro décimas desde abril, hasta el 1,8 %, como consecuencia del menor crecimiento esperado en Estados Unidos, el área del euro y Japón, revisándose al alza el crecimiento esperado para este año en Reino Unido. Las diferencias en el dinamismo de la recuperación entre las economías avanzadas son notorias, pues tanto en Estados Unidos como en Reino Unido se espera un crecimiento más boyante en 2015, mientras que las tasas previstas para el área del euro y Japón son mucho más moderadas. El crecimiento esperado en 2015 para el conjunto de las economías avanzadas (2,3 %) no ha cambiado.

Por lo que se refiere a las economías emergentes, las tasas de crecimiento esperadas siguen siendo superiores, por término medio, a las de las economías avanzadas, pero se han revisado sustancialmente a la baja. Así, el crecimiento esperado para estas economías es del 4,4 % en 2014, tres décimas menos que en 2013 y medio punto porcentual por debajo de lo previsto en abril. Por áreas geográficas, la mayor revisión a la baja se produce en América Latina, donde el crecimiento previsto para 2014 pasa del 2,5 % al 1,3 % (frente al 2,7 % registrado en 2013), debido a factores externos, incluida la debilidad de las exportaciones, y a limitaciones internas; por países, destaca la evolución desfavorable de la economía de Brasil. También en Rusia el crecimiento esperado se recorta notablemente, como consecuencia del conflicto con Ucrania. En Asia emergente, el crecimiento previsto se mantiene sólido, en torno al 6,5 % —solo un par de décimas menos de lo previsto en abril—, gracias al mayor dinamismo mostrado por la India y a la estabilización de la economía china en tasas más sostenibles del 7,4 %. En Europa emergente, el crecimiento de 2014 se ha revisado al alza, al 2,7 %. Para el año 2015, el crecimiento esperado en las economías emergentes es del 5 %, tres décimas menos de lo previsto en primavera. De nuevo, las revisiones a la baja más importantes se producen en América Latina (del 3 % al 2,2 %) y Rusia (del 2,3 % al 0,5 %), mientras que en Asia emergente el crecimiento previsto será del 6,6 %.

El FMI señala que los riesgos a la baja sobre este escenario central han aumentado, tanto en el corto como en el medio plazo. A corto plazo, los riesgos provienen de los conflictos geopolíticos focalizados en Oriente Medio y en Rusia y Ucrania, y de la posible reversión de las condiciones financieras favorables, en un entorno

1 PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL FMI (*World Economic Outlook*)

	Pro memoria 2013	Previsiones para 2014		Previsiones para 2015	
		Abr 2014	Oct 2014	Abr 2014	Oct 2014
Mundial	3,3	3,6	3,3	3,9	3,8
Países industrializados	1,4	2,2	1,8	2,3	2,3
EEUU	2,2	2,8	2,2	3,0	3,1
Área del euro	-0,4	1,2	0,8	1,5	1,3
Alemania	0,5	1,7	1,4	1,6	1,5
Francia	0,3	1,0	0,4	1,5	1,0
Italia	-1,9	0,6	0,2	1,1	0,8
España	-1,2	0,9	1,3	1,0	1,7
Japón	1,5	1,4	0,9	1,0	0,8
Reino Unido	1,7	2,9	3,2	2,5	2,7
Economías emergentes	4,7	4,9	4,4	5,3	5,0
Asia emergente	6,6	6,7	6,5	6,8	6,6
China	7,7	7,5	7,4	7,3	7,1
India	5,0	5,4	5,6	6,4	6,4
Latinoamérica	2,7	2,5	1,3	3,0	2,2
Brasil	2,5	1,8	0,3	2,7	1,4
México	1,1	3,0	2,4	3,5	3,5
Europa emergente	2,8	2,4	2,7	2,9	2,9
Turquía	4,0	2,3	3,0	3,1	3,0
Rusia	1,3	1,3	0,2	2,3	0,5

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

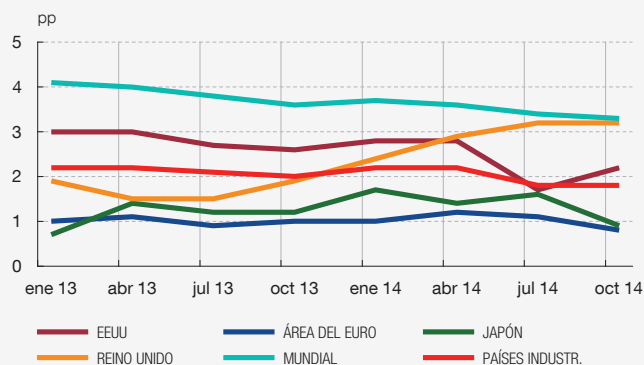
de primas de riesgo y volatilidades muy reducidas. A medio plazo se aprecian problemas de carácter más permanente, que podrían abocar en un crecimiento más lento, bien sea por un posible estancamiento secular en las economías avanzadas —una situación de déficit persistente de inversión en relación con el ahorro, que llevaría a tipos de interés de equilibrio negativos—, o bien por un menor crecimiento potencial tanto en avanzadas como en emergentes.

De hecho, las revisiones a la baja de las previsiones a corto plazo se producen en un contexto de sobreestimación recurrente de la recuperación esperada en las economías avanzadas —sobre las que siguen pesando las secuelas de la crisis (en especial, la carga del elevado endeudamiento privado y público, y la persistencia de altas tasas de desempleo)— y por la continua desaceleración de al-

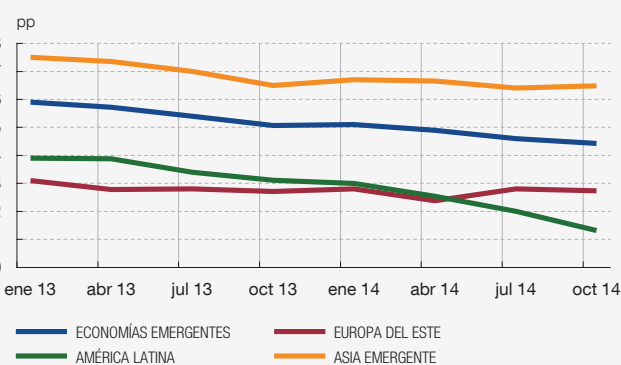
gunas economías emergentes. En ambos grupos de economías, la falta de un mayor dinamismo se ha debido al comportamiento inusualmente desfavorable de la inversión. Ello ha llevado a que se revisen a la baja, también de forma generalizada, las tasas de crecimiento a medio plazo —que pueden equipararse al crecimiento potencial—, lo que estaría incidiendo, a su vez, en la confianza y la demanda actuales (véase gráfico 2). Así, el crecimiento previsto a cinco años vista en las economías avanzadas se ha ido reduciendo desde tasas del 2,7 %, hace tres años, al 2,2 % actual; las revisiones son más acentuadas en las economías emergentes, donde el crecimiento a medio plazo pasa del 6,7 % al 5,2 %. Como resultado de todo ello, el crecimiento potencial de la economía mundial habría caído desde el 4,8 % a principios de esta década, al 4 % en la actualidad.

1 PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB PARA 2014

1.1 ECONOMÍAS AVANZADAS



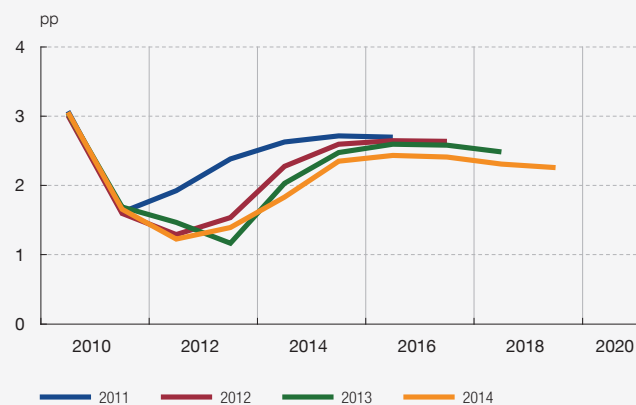
1.2 ECONOMÍAS EMERGENTES



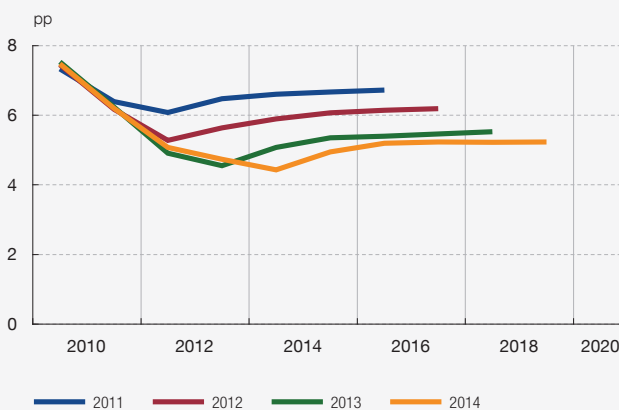
FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

2 EVOLUCIÓN DE LAS PREVISIONES DEL FMI (2011-2014)

2.1 ECONOMÍAS AVANZADAS

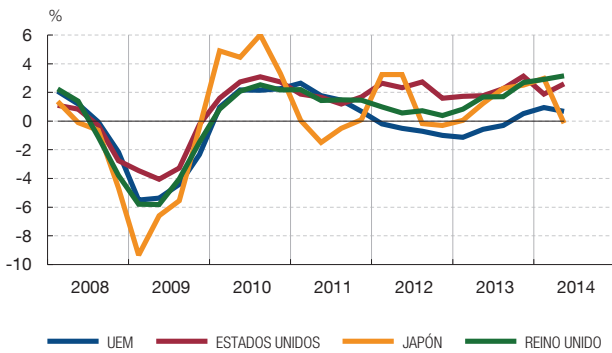


2.2 ECONOMÍAS EMERGENTES

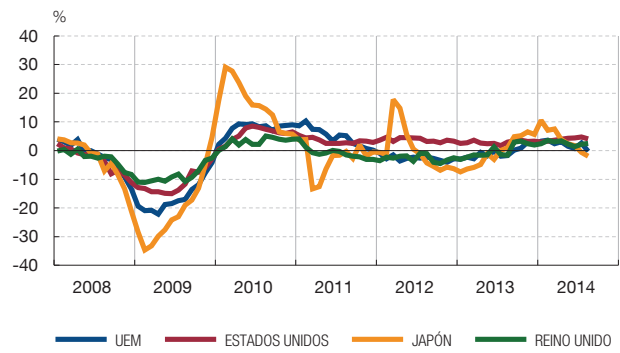


FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

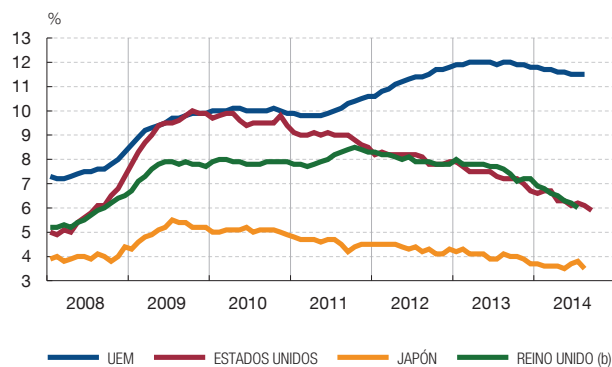
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual



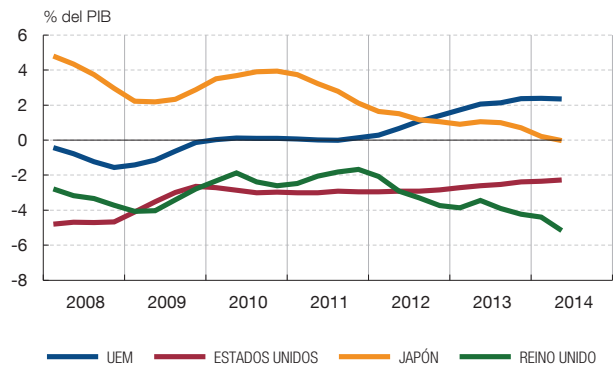
PRODUCCIÓN INDUSTRIAL
Tasa interanual



TASA DE PARO (a)



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

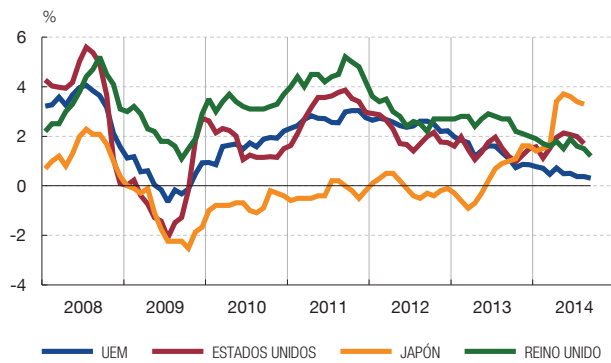


FUENTES: Datastream y Banco de España.

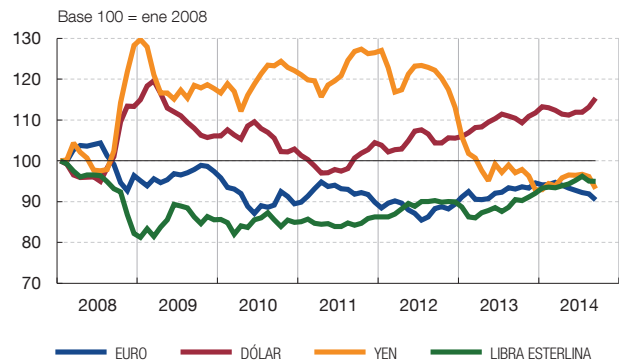
- a Porcentaje de la población activa.
- b Media móvil de tres meses. Los datos reflejados en el gráfico representan el valor central del trimestre.

Los indicadores de alta frecuencia correspondientes al tercer trimestre señalan que la economía habría moderado ligeramente el ritmo de expansión. El mercado de trabajo evolucionó favorablemente durante el trimestre, con la creación de 224.000 empleos netos —en promedio mensual—, registro similar al observado en la primera mitad del año, y la reducción de la tasa de paro en dos décimas, hasta el 5,9 %, mínimo desde julio de 2008; esta mejora, sin embargo, tuvo su origen en una nueva caída en la tasa de participación. Asimismo, los salarios mantuvieron un crecimiento cercano al 2 % interanual, por debajo de lo que era habitual en circunstancias similares pasadas. En cuanto al mercado de la vivienda, la actividad continuó recuperándose en julio, aunque mostró señales mixtas en agosto y los precios se desaceleraron. La inflación interanual medida por el IPC se ha reducido durante el trimestre hasta el 1,7 % en agosto, desde el 2,1 % registrado en junio, al igual que la tasa subyacente, que se situó también en el 1,7 %, desde el 1,9 % de junio. En este contexto, la Reserva Federal continuó la reducción progresiva de compras mensuales netas de activos durante las reuniones celebradas en julio y septiembre (10 mm de dólares en cada una), y la publicación de las proyecciones de los miembros del Comité de Política Monetaria no mostró revisiones relevantes. A la vez, se actualizaron los planes de normalización monetaria que fueron publicados en junio de 2011; cabe destacar que se prevé que el cese o la reducción de las reinversiones que realiza la Reserva Federal se inicie tras el comienzo de la subida del tipo de interés oficial, y que no se realizarán ventas de los MBS adquiridos.

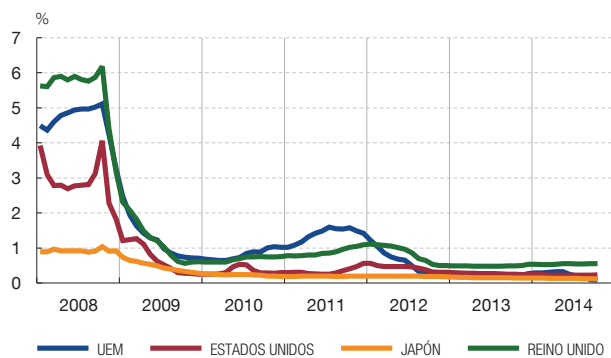
PRECIOS DE CONSUMO
Tasa interanual



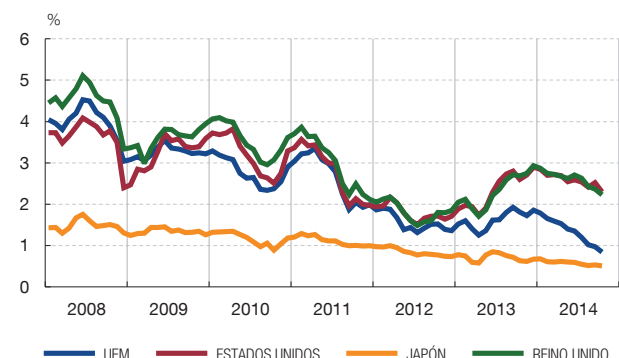
TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES
CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



TIPO DE INTERÉS A CORTO PLAZO (a)



TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (b)



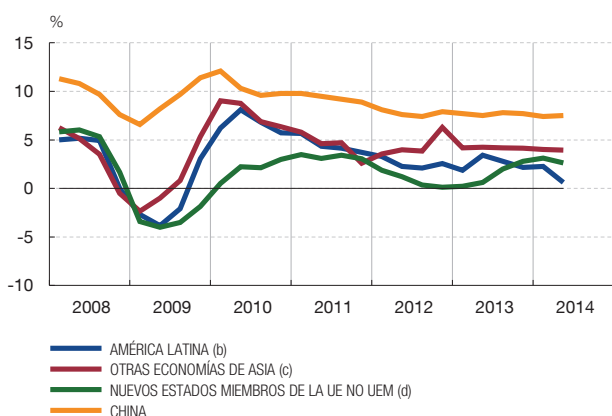
FUENTES: Datastream y Banco de España.

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

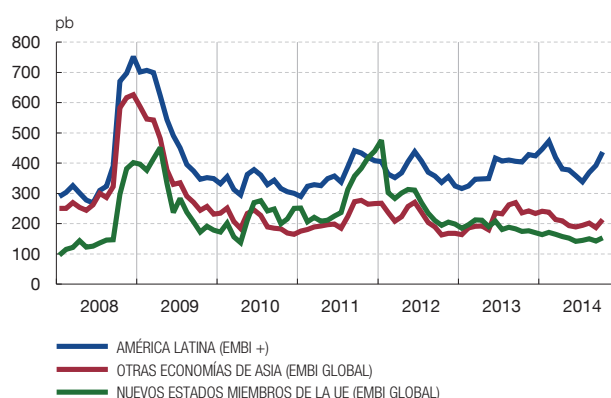
En *Japón*, tras la revisión a la baja del crecimiento del PIB en el segundo trimestre hasta el -1,8 % intertrimestral, los indicadores más recientes no ofrecen señales muy definidas. En julio y agosto se desaceleró la producción industrial, y en octubre volvió a deteriorarse la confianza de las empresas, tras haber mejorado durante el tercer trimestre. En positivo, destacan las ventas minoristas, que repuntaron en agosto incluso a pesar de las condiciones meteorológicas adversas, si bien la confianza de los hogares en el trimestre apenas se ha modificado. El comportamiento favorable del mercado laboral y de los salarios posiblemente ha contribuido a esta evolución, pues la ratio de ofertas sobre solicitantes de empleo se ha mantenido en niveles históricamente elevados, y los salarios regulares se han acelerado, mientras que la tasa de paro ha retornado al 3,5 % en agosto. En cuanto a la inflación, el IPC (excluyendo alimentos frescos) se ha reducido en agosto, en línea con lo anticipado por el Banco de Japón, hasta el 3,1 % interanual, desde el 3,6 % registrado en junio (2 pp menos, si se excluye el efecto del alza impositiva), y el componente subyacente se ha mantenido en el 2,3 %. El Banco de Japón ha mantenido sin cambios el tono de la política monetaria y, por el momento, no se esperan medidas de mayor relajación monetaria hasta el próximo año.

En *Reino Unido*, el PIB creció un 0,9 % intertrimestral (3,2 % interanual) en el segundo trimestre, algo más que en el primero (0,8 % intertrimestral), gracias a la contribución de la demanda interna —consumo privado e inversión empresarial—, pues la aportación neta del sector exterior fue nula. Los indicadores disponibles para el tercer trimestre señalan

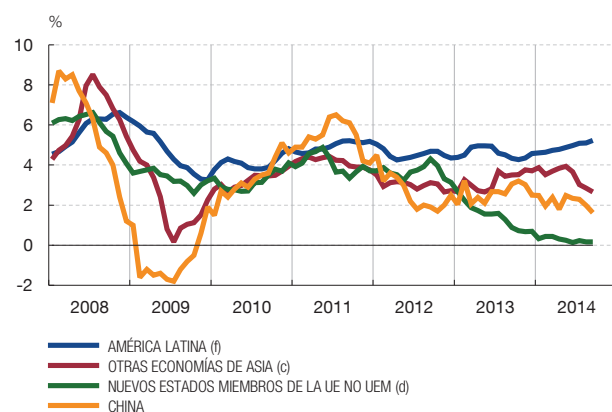
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual



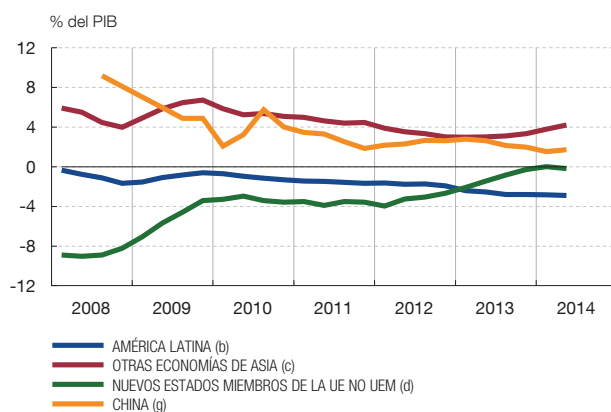
DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)



PRECIOS DE CONSUMO
Tasa interanual



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



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

- a El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.
- b Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia y Perú.
- c Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.
- d Polonia, Hungría, República Checa, Lituania, Bulgaria, Rumanía y, desde julio de 2013, Croacia.
- 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, Polonia, Rumanía y, desde julio de 2013, Croacia.
- f Brasil, Chile, México, Colombia y Perú.
- g Datos anuales hasta 2009.

una ligera moderación del ritmo de actividad, principalmente en el sector industrial y en las ventas al exterior. No obstante, se mantiene la fortaleza del sector servicios, reflejada en la evolución del PMI y en la resistencia a la desaceleración de las ventas al por menor. En el mercado de la vivienda, algunos indicadores de precios sugieren una moderación en su ritmo de avance. Por su parte, la creación de empleo mantuvo el tono moderado observado ya en el segundo trimestre, y la tasa de paro se situó en el 6% en el período junio-agosto. La inflación disminuyó en el tercer trimestre, gracias, en parte, a la contribución de la apreciación de la libra y a los menores precios de las materias primas, y se situó en el 1,2% en septiembre. En esta situación, el Banco de Inglaterra no ha modificado su política monetaria en el tercer trimestre, si bien ha manifestado que la decisión entre mantener o elevar el tipo oficial se está equilibrando.

En los *nuevos Estados miembros de la UE* no pertenecientes al área del euro, el PIB creció un 2,3% interanual en el segundo trimestre, dos décimas menos que en el primero. Los

indicadores relativos al tercer trimestre apuntan a una continuidad en la ligera desaceleración de la actividad. La inflación de la zona se sitúa en mínimos históricos (0,3 % en agosto, una décima menos que en julio). En un contexto de ausencia de presiones inflacionistas, debilidad de la zona del euro y de conflicto entre Rusia y Ucrania, los bancos centrales de Polonia y de Rumanía recortaron sus tipos de interés oficiales —en 50 pb, hasta el 2 %, en el primer caso, y en dos ocasiones, en 25 pb cada una, hasta el 3 % en el segundo—.

En *China*, aunque el crecimiento del PIB se estabilizó en el segundo trimestre (en el 7,5 % interanual), los indicadores de actividad económica se han ralentizado en julio y agosto, a medida que se ha ido disipando el efecto del gasto fiscal anticipado al primer semestre. No obstante, la mejora de las exportaciones compensaría una parte del menor dinamismo interno. En este período, la inflación se ha reducido del 2,3 % al 1,6 % entre junio y septiembre, influida por el descenso del precio de las materias primas. El Banco Popular de China sigue defendiendo el tono neutral de la política monetaria mediante la relajación de las condiciones de acceso al crédito para los segmentos más sensibles de la economía, y el endurecimiento para los segmentos de mayor riesgo en el sistema financiero. En esta línea, se han suavizado algunas de las restricciones para moderar el ritmo de ajuste en el mercado de la vivienda. En el resto de Asia emergente, en el segundo trimestre de 2014 el PIB agregado de la región creció un 4,7 % interanual, cuatro décimas más que en el trimestre precedente. No obstante, en julio y agosto la producción industrial y las exportaciones mostraron un menor dinamismo. La inflación se orientó mayoritariamente a la baja, y los tipos oficiales permanecieron estables, salvo en Corea del Sur, que recortó 25 pb, y en Filipinas, que los incrementó en dos ocasiones, por un total de 50 pb.

En *América Latina*, el PIB creció un 0,2 % trimestral en el segundo trimestre, lo que llevó la tasa interanual al 0,7 % (2,3 % el primero). La desaceleración fue muy acusada en Brasil (del 1,9 % interanual al -0,9 %), Perú (del 5,1 % al 1,7 %), Colombia (del 6,5 % al 4,3 %) y Chile (del 2,4 % al 1,9 %). Por componentes, el menor crecimiento se debió a una menor aportación de la demanda interna, derivada de la contracción de la inversión (-4,6 %), especialmente intensa en Brasil y en los países más ligados al ciclo de materias primas, como Chile y Perú. Los primeros indicadores referidos al tercer trimestre señalan una recuperación de la actividad, lo que no impedirá que, previsiblemente, la región cierre este ejercicio con una tasa de crecimiento casi un punto por debajo de la de 2013. En septiembre, la inflación aumentó una décima en el conjunto de los cinco países con objetivos de inflación, hasta el 5,1 %, sobrepasando el límite superior de la banda objetivo en Brasil, Chile y México, por razones diversas. En Argentina, la tasa acumulada en los ocho primeros meses del año es del 18,2 %, mientras que en Venezuela la inflación superó el 62 % en dicho mes. Los bancos centrales de Brasil y de México mantuvieron los tipos oficiales en el 11 % y el 3 %, respectivamente; en Perú se anunció una rebaja de 25 pb, hasta el 3,5 %; en Chile, dos rebajas sucesivas de 25 pb lo situaron en el 3 % en octubre; y en Colombia se mantuvo el tipo de interés en el 4,5 % en la última reunión, tras cinco subidas consecutivas de 25 pb. Los bancos centrales de Brasil y de Perú redujeron los coeficientes de caja, y el primero aumentó el grado de intervención en los mercados de divisas ante la acusada depreciación del real a partir de septiembre. Por otro lado, el Gobierno argentino ha intentado sortear el bloqueo de los pagos de la deuda reestructurada mediante un cambio de jurisdicción de pago. Finalmente, en Brasil se celebró la primera vuelta de las elecciones presidenciales y legislativas, en la que resultó vencedora la actual presidenta, aunque será necesaria una segunda vuelta.

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

En el área del euro, los datos más recientes confirman la pérdida de vigor de la recuperación económica que reflejó el estancamiento de la actividad en el segundo trimestre del año, tras solo cuatro trimestres de crecimiento muy moderado. Los indicadores disponibles sugieren que esta debilidad se podría prolongar en la segunda mitad de 2014. La recuperación de la inversión no acaba de materializarse, debilitada por el deterioro de la confianza empresarial, mientras que el gasto de las familias mantiene un tono indefinido, en un contexto de elevados niveles de endeudamiento y evolución moderada de la renta disponible. Tampoco la demanda externa parece proporcionar el empuje suficiente, ya que el comercio mundial está mostrando mayor debilidad que en anteriores recuperaciones.

Los organismos internacionales y los analistas privados han corregido a la baja sus previsiones de crecimiento del área del euro para 2014 y 2015, revisiones que han afectado a la mayoría de países y componentes del gasto (véase recuadro 4). Aunque se mantiene un escenario de expansión moderada, apoyada en el carácter fuertemente acomodaticio de la política monetaria, la mejora de las condiciones financieras y los progresos realizados en los ámbitos de la consolidación fiscal, el crecimiento proyectado es débil e insuficiente para reducir de forma significativa los elevados volúmenes de desempleo y el exceso de capacidad productiva instalada. El recrudecimiento de las tensiones geopolíticas y los efectos que la crisis de Ucrania puede llegar a tener en algunos países de la zona del euro representan un riesgo a la baja en este escenario. Asimismo, el episodio de tensión en los mercados financieros del área que se ha desencadenado a mediados de octubre, en el momento de redactar este informe, recuerda la existencia de otra fuente relevante de riesgos a la baja para la actividad.

La debilidad de la recuperación económica y las sucesivas sorpresas negativas de meses recientes se encuentran también detrás de las últimas revisiones a la baja de las perspectivas de inflación para el área del euro llevadas a cabo por instituciones y analistas. De hecho, durante el trimestre la inflación del área del euro prolongó la tendencia decreciente que viene experimentando desde la segunda parte de 2013, situándose su tasa anual en el 0,3 % en septiembre, muy alejada de la referencia del 2 %. Aunque parte de la evolución reciente es consecuencia de la caída de los precios de la energía y de los alimentos, la falta de dinamismo resulta generalizada por componentes. Los indicadores de expectativas disponibles anticipan que el área del euro requerirá un período prolongado para que la inflación retome tasas más compatibles con el objetivo de estabilidad de precios.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE aprobó un nuevo paquete de medidas que refuerzan las adoptadas en junio e intensifican el carácter decididamente expansivo de su política monetaria, al tiempo que permiten mejorar el funcionamiento del mecanismo de transmisión y apoyan la provisión de crédito al sector no financiero de la economía. Así, el BCE volvió a recortar los tipos de interés oficiales de intervención, hasta agotar a efectos prácticos el margen de maniobra convencional de la política monetaria. En el ámbito no convencional, introdujo dos nuevos programas de compras de activos privados que complementan la facilidad, aprobada en junio, de financiación a largo plazo vinculada a la concesión de préstamos (TLTRO). Las nuevas iniciativas (véase recuadro 5) consisten, específicamente, en un programa de compras de bonos bancarios garantizados, como las

	2013				2014			
	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Contabilidad Nacional (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)								
Producto interior bruto	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,2	0,0		
Consumo privado	-0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,3		
Consumo público	0,2	0,0	0,3	-0,3	0,7	0,2		
Formación bruta de capital fijo	-1,6	0,1	0,5	0,9	0,2	-0,3		
Importaciones	-0,8	1,6	1,1	0,7	0,8	0,3		
Exportaciones	-0,8	2,3	0,1	1,4	0,1	0,5		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
Demanda interna, excluidas existencias	-0,4	0,1	0,2	0,1	0,3	0,1		
Variación de existencias	0,2	-0,2	0,3	-0,2	0,2	-0,2		
Demanda exterior neta	0,0	0,4	-0,4	0,4	-0,3	0,1		
PIB (tasa de variación interanual)	-1,1	-0,6	-0,3	0,5	1,0	0,7		
Indicadores de actividad (datos medios del trimestre)								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	0,2	0,7	0,0	0,6	0,2	0,0	-0,5	
Sentimiento económico	90,5	90,2	95,3	99,1	101,6	102,2	100,9	
PMI compuesto	47,7	47,8	51,4	51,9	53,1	53,5	52,8	
Empleo	-0,4	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,2		
Tasa de paro	12,0	12,0	12,0	11,9	11,7	11,6	11,5	
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período)								
IAPC	1,7	1,6	1,1	0,8	0,5	0,5	0,3	
IPRI	0,5	0,1	-0,9	-0,7	-1,7	-0,9	-1,4	
Precio del petróleo (valor en dólares)	109,6	103,2	113,6	111,3	108,3	112,1	97,0	88,5
Indicadores financieros (datos de fin de período)								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	3,0	3,2	3,3	3,3	2,8	2,2	1,8	1,8
Diferencial deuda pública a diez años EEUU-UEM	-1,17	-0,72	-0,70	-0,34	-0,03	0,34	0,74	0,31
Tipo de cambio dólar/euro	1,281	1,308	1,351	1,379	1,379	1,366	1,258	1,277
Apreciación/depreciación del TCEN-20 (b)	0,2	2,5	3,1	4,9	0,5	-0,9	-4,8	-4,0
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)	-0,5	-1,3	9,8	17,9	1,7	3,8	3,8	-5,8

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

a Información disponible hasta el 20 de octubre de 2014.

b Variación porcentual acumulada en el año.

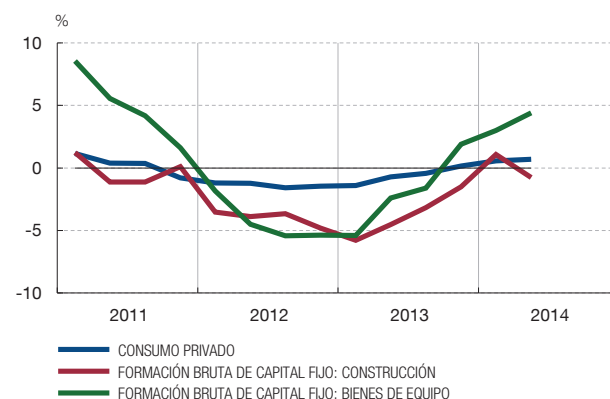
cédulas (CBPP3), y un programa de adquisición de valores procedentes de titulaciones de activos (ABSPP), que habrán de ser simples y transparentes y estar basados en préstamos a empresas y familias. Consideradas en su conjunto, las medidas adoptadas en junio y septiembre tendrán un efecto expansivo significativo sobre el balance del Eurosistema. El BCE recordó también la unanimidad existente en su Consejo de Gobierno para adoptar medidas no convencionales adicionales en caso necesario y reiteró su llamamiento para que, en las actuales circunstancias, se redoblen los esfuerzos en el resto de ámbitos de las políticas económicas —particularmente, en los ámbitos fiscal y estructural— para garantizar la recuperación del crecimiento, la inversión y la creación de empleo en el área del euro.

Finalmente, el BCE, junto con las autoridades supervisoras nacionales, ha continuado avanzando en la evaluación general del sistema bancario, que incluye una revisión de la calidad de activos y una prueba de esfuerzo en colaboración con la Autoridad Bancaria Europea, cuyos resultados se harán públicos el 26 de octubre, antes de que el BCE

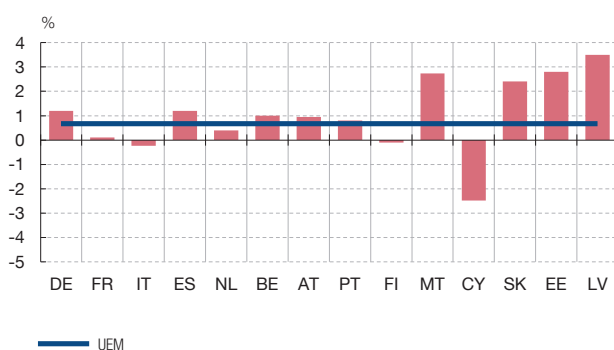
PRODUCCIÓN Y EMPLEO
Tasas de variación interanual



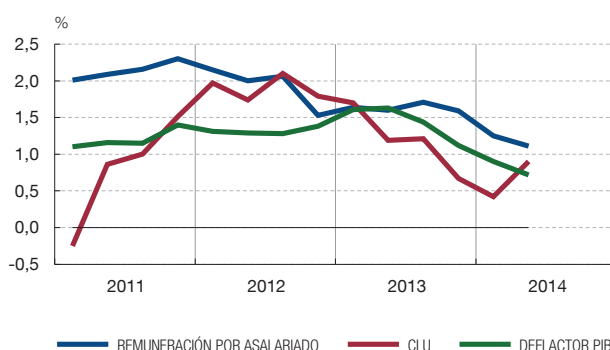
CONSUMO PRIVADO E INVERSIÓN
Tasas de variación interanual



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB
Segundo trimestre de 2014



SALARIOS Y COSTES
Tasas de variación interanual



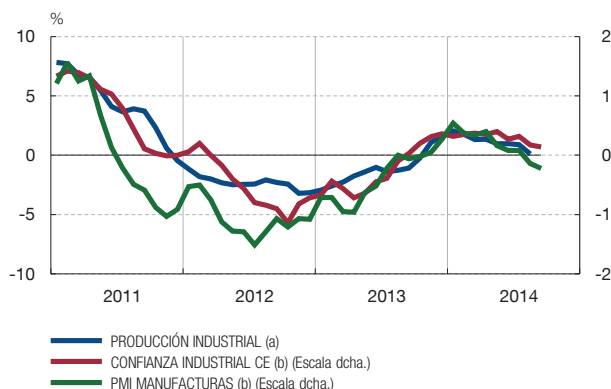
FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

asuma la responsabilidad de la supervisión a principios de noviembre. El propósito de esta revisión es reforzar la confianza del mercado en el sistema bancario del área del euro.

3.1 Evolución económica

Según la estimación final de la Contabilidad Nacional, el PIB del área del euro permaneció estancado en el segundo trimestre de 2014, interrumpiendo la senda de moderada recuperación económica que se había iniciado a mediados de 2013 (véase cuadro 2). La desaceleración del producto fue consecuencia del retroceso experimentado por la formación bruta de capital fijo, especialmente la inversión en construcción, mientras que el consumo y las exportaciones registraron avances moderados. También se produjo una aportación negativa de la variación de existencias al crecimiento del PIB (-0,2 pp), que se vio contrarrestada por la aportación positiva tanto de la demanda interna (0,1 pp) como de la demanda externa (0,1 pp). El desglose por ramas de actividad mostró una contracción significativa del valor añadido de la construcción, de la agricultura y, en menor medida, de los servicios de no mercado, mientras que el de la industria experimentó un ligero avance. En términos interanuales, la tasa de variación del PIB, ajustado de estacionalidad, se situó en el 0,7 %, frente al 1 % del trimestre precedente. Por países, la desaceleración de la actividad fue particularmente intensa en Alemania, con una contracción del 0,2% explicada parcialmente por factores de carácter temporal. Italia registró un retroceso de su PIB, por segundo trimestre consecutivo, mientras que en Francia se prolongó la atonía, sumando cuatro trimestres consecutivos de crecimientos de su producto prácticamente nulos. El resto de economías registró un crecimiento de la actividad positivo, aunque moderado.

INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL



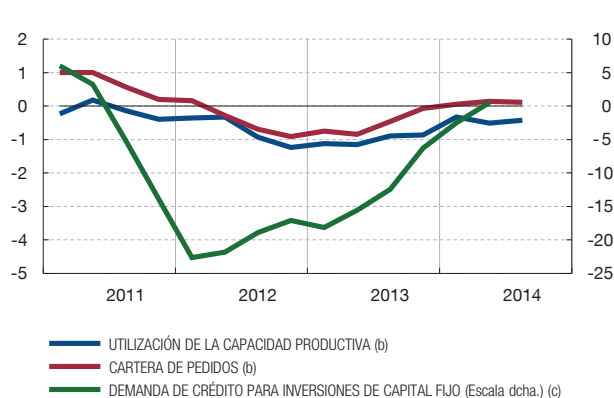
INDICADORES DEL SECTOR SERVICIOS



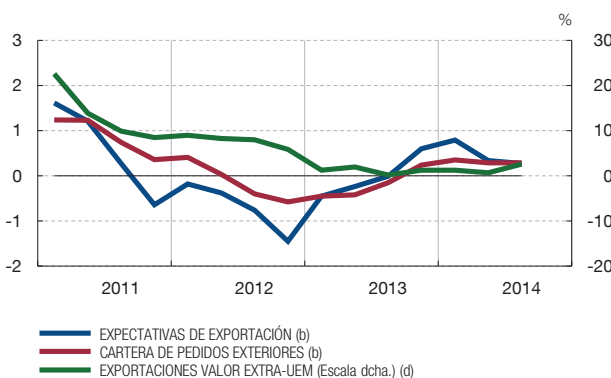
INDICADORES DE CONSUMO



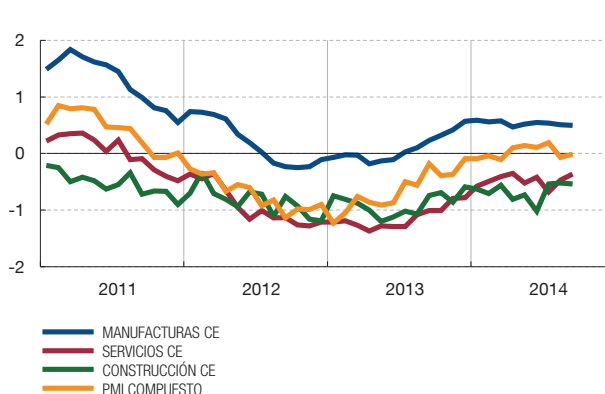
INDICADORES DE INVERSIÓN



INDICADORES DE EXPORTACIONES



INDICADORES DE EXPECTATIVAS DE EMPLEO (b)



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Markit Economics.

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

	2014		2015	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Banco Central Europeo (septiembre de 2014)	0,9	0,6	1,6	1,1
Comisión Europea (mayo de 2014)	1,2	0,8	1,7	1,2
FMI (octubre de 2014)	0,8	--	1,3	--
OCDE (septiembre de 2014)	0,8	--	1,1	--
<i>Consensus Forecast</i> (octubre de 2014)	0,8	0,5	1,2	1,0
Eurobarómetro (septiembre de 2014)	0,8	0,6	1,4	1,1

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

a Tasas de variación anual.

Pese al estancamiento de la actividad, tanto el número de empleados como las horas trabajadas en la UEM aumentaron un 0,2 % en el período de abril-junio, en relación con el trimestre anterior, lo que propició una desaceleración de la productividad aparente. En términos interanuales, la moderación que mantiene la remuneración de asalariados, con incrementos próximos al 1 % en el primer semestre de 2014, permitió que los costes laborales unitarios se incrementaran un 0,6 % en ese período, casi la mitad de lo observado en 2013 (véase gráfico 8).

La información coyuntural más reciente confirma la pérdida de pulso de la recuperación de la zona del euro (véase gráfico 9). En la vertiente de la oferta, los indicadores de confianza del sector de la industria elaborados por la Comisión Europea y los basados en las encuestas realizadas a los directores de compras se situaron en el tercer trimestre por debajo de los niveles registrados en el período abril-junio, mientras que en los servicios se mantuvieron estables. También la producción industrial y la cartera de pedidos descendieron en el promedio de julio y agosto. En el ámbito laboral, la tasa de paro se mantuvo estable en el 11,5 % en julio y agosto, mientras que las expectativas de creación de empleo procedentes de las encuestas PMI mostraron una mejoría para el sector de la construcción y para el industrial, retrocediendo en el sector servicios.

Por el lado de la demanda, se produjo un claro empeoramiento de los indicadores cualitativos que apunta a un tono débil del consumo para el tercer trimestre. Así, la confianza de los consumidores y del comercio minorista disminuyó en relación con el segundo trimestre, mientras que las ventas minoristas aumentaron en agosto. Por lo que se refiere a los indicadores de inversión, el grado de utilización de la capacidad productiva mejoró ligeramente, mientras que la valoración de la cartera de pedidos de la industria cayó en el tercer trimestre. Por último, las exportaciones de bienes registraron, en el período julio-agosto, un ritmo de avance inferior al del segundo trimestre, al tiempo que las expectativas de exportación perdieron fuerza en la segunda mitad de 2014, en línea con la menor fortaleza del comercio mundial, y la cartera de pedidos exteriores se mantuvo en los niveles del segundo trimestre del año.

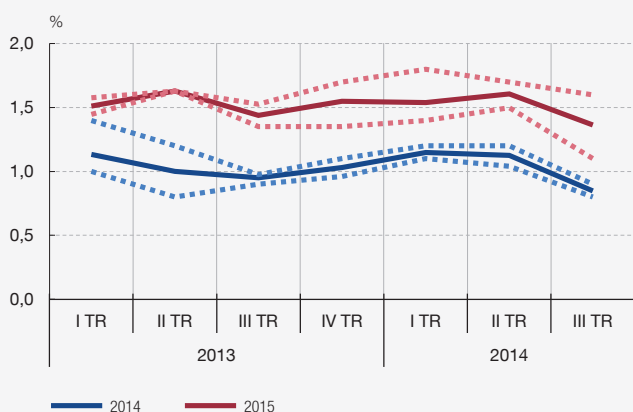
En definitiva, la información coyuntural más reciente apunta a un debilitamiento del ritmo de recuperación de la zona del euro en los próximos meses. La reactivación de la demanda interna no acaba de materializarse, en un contexto donde el proceso de ajuste de balances en el que se hallan inmersos los sectores privado y público sigue condicionando las decisiones de consumo e inversión. A su vez, la demanda externa permanece constreñida por

Tras la interrupción de la fase de expansión en el segundo trimestre del ejercicio actual después de cuatro trimestres consecutivos de crecimiento moderado, el deterioro de la mayoría de los indicadores disponibles durante los meses de verano ha confirmado la pérdida de impulso de la recuperación, apuntando a un comportamiento de la actividad peor de lo esperado para la segunda mitad del año. En este contexto, los principales organismos públicos y privados están revisando a la baja sus perspectivas para la zona del euro, revirtiendo en buena parte la mejoría en las perspectivas que caracterizaron a los trimestres precedentes. Como muestra el gráfico 1, en los meses recientes el promedio de las proyecciones de crecimiento para 2014 y 2015 de organismos públicos y análisis

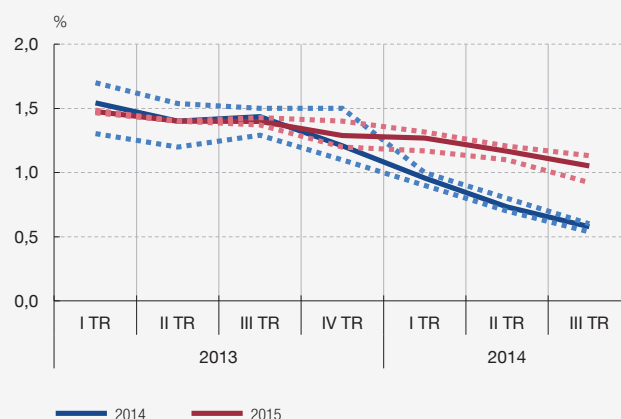
privados se ha reducido en dos y tres décimas, respectivamente, hasta situarse el rango en la actualidad en el 0,8 %-0,9 % y el 1,1 %-1,6 %, respectivamente.

Desde una perspectiva desagregada, el empeoramiento de las previsiones se ha concentrado en aquellas economías que habían mostrado mayor resistencia durante la crisis y en Italia, mientras que mejoraron en Irlanda, España y Grecia. En lo que respecta a los componentes del PIB por la vertiente del gasto, resulta particularmente llamativo el recorte en las perspectivas para la inversión, que aún se sitúa en torno a un 20 % por debajo del nivel previo a 2008, y en la contribución de la demanda externa, que

1 EVOLUCIÓN DE LAS PREVISIONES DE CRECIMIENTO DE LA UEM PARA 2014 Y 2015 (a)



2 EVOLUCIÓN DE LAS PREVISIONES DE INFLACIÓN DE LA UEM PARA 2014 Y 2015 (a)



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

a La línea continua muestra el promedio de las previsiones de la Comisión Europea, el Banco Central Europeo, la OCDE, el Fondo Monetario Internacional, el Eurobarómetro y el *Consensus Forecast*, mientras que las líneas discontinuas representan el máximo y el mínimo.

3 COMPARACIÓN DE LAS PREVISIONES DE CRECIMIENTO E INFLACIÓN PARA LA UEM

	PIB			Inflación		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Banco Central Europeo						
Septiembre de 2014	0,9	1,6	1,9	0,6	1,1	1,4
Junio de 2014	1,0	1,7	1,8	0,7	1,1	1,4
OCDE						
Septiembre de 2014	0,8	1,1	—	—	—	—
Mayo de 2014	1,2	1,7	—	0,7	1,1	—
Fondo Monetario Internacional						
Octubre de 2014	0,8	1,3	1,7	0,5	0,9	1,2
Julio de 2014	1,1	1,5	—	—	—	—
Abril de 2014	1,2	1,5	1,5	0,9	1,2	1,3
Consensus Forecast						
Septiembre de 2014	0,9	1,4	—	0,6	1,1	—
Agosto de 2014	1,0	1,5	—	0,6	1,1	—

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

refleja la menor intensidad con la que el comercio mundial ha venido respondiendo a la mejoría en la situación económica global.

El recorte del crecimiento esperado para el año en curso se ha producido en un entorno en el que la tasa de inflación en la eurozona ha descendido hasta niveles extraordinariamente reducidos, debido principalmente a la persistencia de una elevada brecha de producción (*output gap*) y la consecuente evolución moderada de los costes laborales, así como a la prevalencia de un tipo de cambio relativamente apreciado. Aunque algunos factores de naturaleza más volátil, ligados al proceso de consolidación fiscal y a la evolución más favorable de los precios de la energía, han desempeñado también un cierto papel en la desaceleración reciente de la tasa de inflación, el carácter persistente de este fenómeno ha llevado a sucesivas revisiones a la baja de las perspectivas de inflación del área por parte de analistas privados e instituciones internacionales, que en la actualidad incorporan un retorno excesivamente lento de la inflación a tasas más próximas al 2 %. En particular, la previsión media de inflación de los analistas se situó en el rango 0,5 %-0,6 % y 0,9 %-1,1 %, para 2014 y 2015, respectivamente.

Asimismo, cabe destacar que dicha evolución ha tenido un carácter generalizado por países y por componentes. Desde finales de 2013 se han acumulado sorpresas negativas no solo en los componentes más volátiles de la inflación —energía y alimentos—, sino también en los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios, que en el pasado mostraron cierta resistencia a la baja y actualmente presentan tasas de crecimiento inferiores al 1 %.

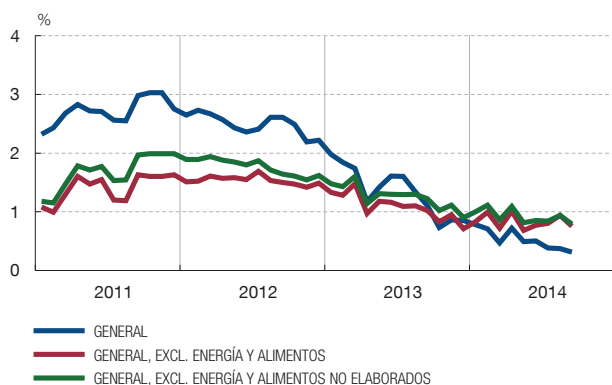
En definitiva, las revisiones más recientes por parte de organismos internacionales y analistas privados de las perspectivas del área del euro proyectan más allá del corto plazo la actual pérdida de ritmo de la recuperación a la que apunta la mayoría de los indicadores y subrayan de forma singular los riesgos en relación con su propia sostenibilidad. La situación económica se ve complicada además por el actual contexto de muy baja inflación y escaso margen de maniobra de la política monetaria, que permanece vigilante sobre el correcto anclaje de las expectativas de inflación a medio y largo plazo, en línea con el objetivo de estabilidad de precios.

la debilidad de algunas economías emergentes y las tensiones geopolíticas, a lo que se unen, en el caso de algunas economías del área, las dificultades que están encontrando para llevar a cabo el necesario reajuste de la competitividad en un entorno de baja inflación. Como consecuencia de ello, los organismos internacionales y los analistas privados han revisado a la baja sus perspectivas de crecimiento para los próximos años, hasta situarlas en torno al 0,8 % para el año 2014 y algo por encima del 1 % para el 2015 (véanse cuadro 3 y recuadro 4).

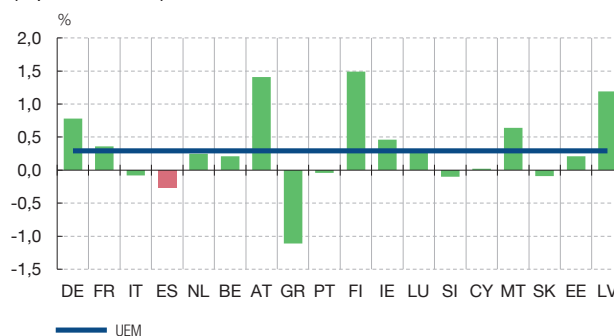
La inflación del área del euro continuó desacelerándose a lo largo del tercer trimestre, hasta registrar un crecimiento interanual del 0,3 % en septiembre, dos décimas por debajo de la registrada en junio (véase gráfico 10). La reducción en la tasa de variación interanual del IAPC fue debida en parte a la caída en los precios de la energía, en consonancia con la moderación que mantienen los precios del gas y del petróleo en los mercados internacionales, pese al incremento de las tensiones geopolíticas, pero también los servicios y los bienes industriales no energéticos contribuyeron al menor crecimiento de los precios. La inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, flexionó de nuevo a la baja, situándose en el 0,8 %. Por su parte, los precios industriales aceleraron el ritmo de caída, hasta alcanzar una tasa interanual del -1,4 %, frente al -0,9 % de finales del segundo trimestre, debido especialmente al mayor descenso en los precios de la energía y al menor crecimiento de los bienes de consumo no duradero. Al igual que las de la actividad, las previsiones de inflación también se han revisado a la baja en los meses recientes, ante la sucesión de sorpresas negativas. En su último ejercicio de previsión, el Eurosistema revisó a la baja en una décima su proyección para 2014, hasta situarla en el 0,6 %, y mantuvo las relativas a 2015 y 2016 en el 1,1 % y el 1,6 %, respectivamente, por debajo del objetivo de medio plazo.

De acuerdo con la información publicada por el BCE, la balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló un superávit de 120,2 mm de euros (un 2,1 % del PIB) entre enero y

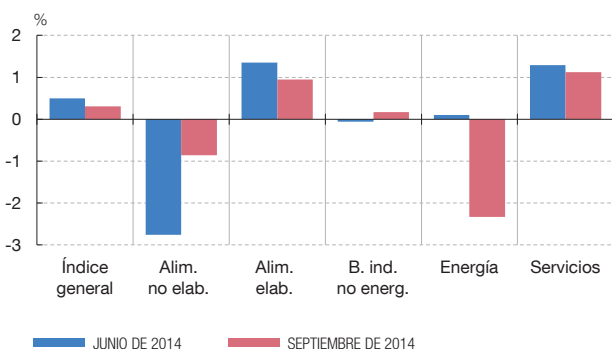
ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



IAPC GENERAL
(Septiembre de 2014)



IAPC Y SUS COMPONENTES



OTROS INDICADORES DE PRECIOS

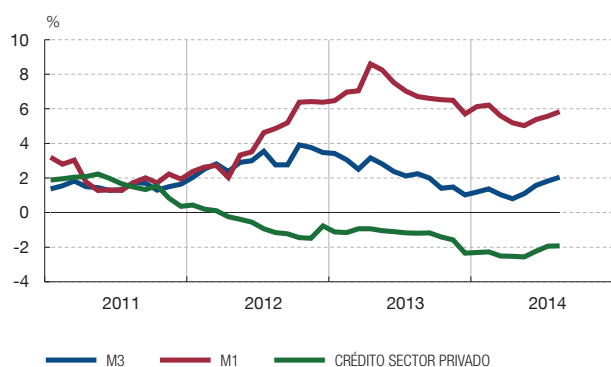


FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

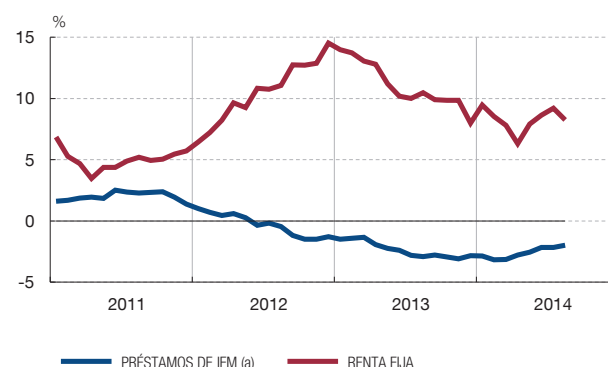
julio de 2014, algo por encima de los 115,3 mm registrados en el mismo período del año anterior (un 2,1 % del PIB). Este incremento se debió al aumento en la balanza de bienes y de servicios y a la mejora en la correspondiente a las transferencias corrientes, que compensaron la pérdida de vigor de las rentas. Dentro de la cuenta financiera y en el mismo período, se produjo un mayor número de salidas netas de capitales en forma de inversión directa, de 27,4 mm, frente a las entradas de 3,5 mm de 2013, mientras que los flujos de inversión de cartera recibidos aumentaron en 24,4 mm, hasta los 41,3 mm. De esta forma, la balanza básica, que aúna estos dos tipos de inversiones y la balanza por cuenta corriente, alcanzó un superávit de 134,1 mm en el período enero-julio de 2014, frente a los 135,7 mm registrados en el mismo período de 2013 (véase gráfico 11).

Según las estimaciones de la Comisión Europea, el déficit público se situará en torno al 2,5 % del PIB en 2014, frente al 3,1 % observado en 2013. La caída del déficit refleja un recorte del gasto público, hasta una cifra en torno al 49 % del PIB, casi dos puntos por debajo del máximo alcanzado en 2010, mientras que los ingresos públicos permanecen estabilizados en torno al 47 % del PIB. En términos estructurales, el ajuste del saldo será prácticamente nulo, frente al esfuerzo fiscal medio realizado de más de 1 pp en los dos años anteriores. Por su parte, se espera que la deuda pública continúe creciendo, hasta situarse en el 96 % del PIB en 2014, y que inicie una senda de reducción gradual a partir de 2015.

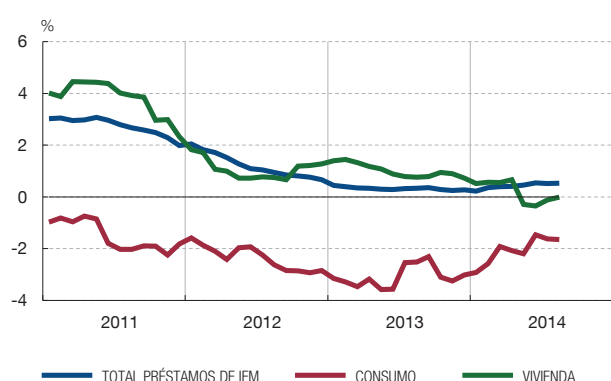
AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS
Tasas de variación interanual



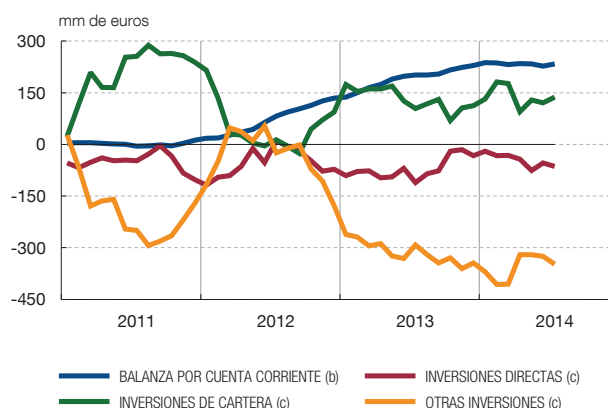
FINANCIACIÓN DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN DE HOGARES (a)
Tasas de variación interanual



BALANZA DE PAGOS
Acumulado de los últimos doce meses



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Ajustados de titulización y ventas, excepto los préstamos a hogares para consumo y para vivienda.
- b Un signo positivo (negativo) indica un superávit (déficit) de la balanza por cuenta corriente.
- c Entradas menos salidas de capital. Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) neta de capital.

En la actualidad, la mayoría de los países se encuentra inmerso en el proceso de elaboración de sus presupuestos para el año 2015, que, en cumplimiento de la reforma de la gobernanza fiscal, deberán enviar a la Comisión Europea antes del 15 de octubre, para que esta revise su grado de coherencia con los compromisos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Este proceso de valoración resulta extraordinariamente complejo, ya que Francia e Italia han planteado borradores presupuestarios que podrían comportar desviaciones respecto a la senda de ajuste comprometida. En ese sentido, la fragilidad de la recuperación económica de la zona del euro aconseja que se aprovechen los márgenes de maniobra disponibles para asumir los costes presupuestarios que puedan acarrear la puesta en marcha de reformas estructurales de calado tendentes a aumentar la competitividad, el empleo y el crecimiento sostenido de las economías.

3.2 Evolución monetaria y financiera

Los indicadores de tensión financiera continuaron mostrando la mejoría que de forma consistente han venido experimentando desde que comenzó la recuperación económica del área del euro. Con todo, persisten dificultades para que el tono fuertemente acomodaticio de la política monetaria se transmita de manera más homogénea a los diversos países del área del euro y el crédito ha seguido contrayéndose, aunque a un ritmo menor que el de los meses precedentes. El incremento de los riesgos de desanclaje de las expectativas

El surgimiento de riesgos de desanclaje de las expectativas de inflación a medio plazo y la constatación de la pérdida de impulso de la recuperación económica del área del euro han llevado al Consejo de Gobierno del BCE, en un contexto de agotamiento del margen de maniobra de la política monetaria convencional, a adoptar en los últimos meses un paquete de medidas no convencionales dirigidas a intensificar el actual carácter fuertemente expansivo de esta. Así, tras la aprobación en junio de la nueva facilidad de financiación a largo plazo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés), el Consejo anunció en septiembre dos nuevos programas de adquisición de valores privados, el CBPP3 y el ABSPP (por sus siglas en inglés), dirigidos, respectivamente, a bonos bancarios garantizados como las cédulas (o *covered bonds*) y bonos de titulización de activos (o ABS¹ en sentido amplio). Este último va dirigido a titulizaciones simples y transparentes cuyo activo subyacente sean créditos al sector privado no financiero de la zona del euro. Las adquisiciones, en mercados tanto primarios como secundarios, respetarán ciertos criterios de elegibilidad², comenzarán en el último trimestre de este año —octubre en el caso del CBPP3— y se prolongarán durante un período de, al menos, dos años.

- 1 Bajo la denominación genérica de ABS se incluyen los bonos de titulización hipotecaria (MBS en sus siglas en inglés) y los respaldados por activos no hipotecarios (préstamos a pymes, para la adquisición de automóviles, entre otros).
- 2 Los valores deben cumplir con el marco de activos de garantía del Eurosistema y con unos umbrales mínimos de calificación crediticia, estableciéndose además límites en las cantidades que se pueden adquirir de cada emisión. En el caso de los ABS las compras serán de los tramos preferentes, así como de aquellos tramos de subordinación intermedia que dispongan de garantías (*senior* y *guaranteed mezzanine*, en la terminología especializada). Para que los programas se dirijan al conjunto de la zona del euro, no se excluirán los ABS y los *covered bonds* de Grecia y de Chipre, que actualmente no se admiten como garantía en las operaciones de política monetaria, si bien estarán sujetos a condiciones adicionales de mitigación del riesgo.

Los programas se dirigen de manera específica a dos instrumentos importantes en la financiación de la economía de la zona del euro. En ambos casos, las intervenciones del BCE contribuirán a mejorar la liquidez de estos mercados y a diversificar y a reducir el coste de la financiación bancaria, complementando la acción de las TLTRO, con el doble objetivo de mejorar la transmisión del tono expansivo de la política monetaria y facilitar la provisión de crédito a las empresas y familias.

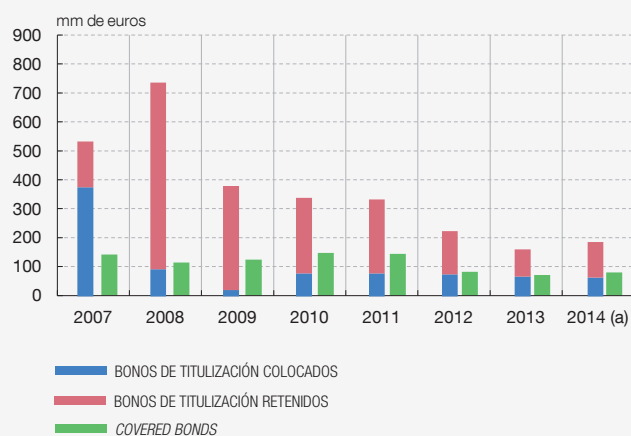
En el caso del CBPP3, se trata de un tercer programa de compras de *covered bond*, entre los que se incluyen las cédulas³ del mercado español. Las dos ediciones anteriores (CBPP y CBPP2) se pusieron en marcha en 2009 y 2011, con adquisiciones que alcanzaron los 60 mm y 16 mm de euros, respectivamente. Como se ilustra en el gráfico 1, las emisiones de estos instrumentos se han reducido sensiblemente desde entonces.

En cuanto al programa ABSPP, los efectos descansarán, en gran medida, en la recuperación paulatina de los mercados de titulizaciones en el área del euro, que permanecen disfuncionales. Esta situación se deriva del papel que desempeñaron algunos de estos instrumentos particularmente opacos y complejos en la crisis financiera de 2007, que ha provocado una desconfianza generalizada hacia este conjunto de activos. De este modo, el estigma se ha extendido a modalidades de titulización sencillas, que, sin embargo, han demostrado una razonable calidad de sus carteras de préstamo subyacentes a lo largo de la crisis. La incertidumbre regulatoria ha representado también un impedimento para la recuperación de este mercado.

Como ilustra el gráfico 1 para el caso europeo, las emisiones de ABS se han reducido notablemente y las colocaciones han sido

- 3 Incluidas las cédulas multicedentes, emitidas conjuntamente por varias entidades de crédito a través de una entidad de propósito especial.

1 TITULIZACIONES Y BONOS GARANTIZADOS EN EUROPA
Emisiones brutas



FUENTES: Dealogic y SIFMA.

- a Acumulado de cuatro trimestres, con información hasta julio de 2014.
- b ABS incluye bonos de titulización hipotecaria residenciales y comerciales (RMBS y CMBS, respectivamente), bonos de titulización respaldados por activos no hipotecarios (como préstamos a pymes, para compra de automóviles, y otras finalidades).

2 TITULIZACIONES EN EUROPA POR PAÍSES
Saldo vivo, en mm de euros. Segundo trimestre de 2014

País / tipo	ABS (b)				
	RMBS	CMBS	Pymes	Resto	
Del cual					
DE	61,2	14,1	8,8	2,3	36,0
FR	39,3	20,0	0,4	1,2	17,6
IT	158,7	79,8	9,8	25,7	43,4
ES	161,9	111,6	0,3	26,7	23,3
NL	258,6	243,9	2,0	10,4	2,3
AT	2,2	1,8	0,2	0,0	0,3
BE	77,2	58,2	0,2	18,9	0,0
GR	24,0	4,2	0,0	6,7	13,0
IE	36,6	36,3	0,0	0,0	0,3
PT	34,5	25,2	0,0	5,3	3,9
FI	0,4	0,0	0,0	0,0	0,4
PANEUROPA	12,9	0,2	9,9	0,9	1,9
UEM	867,3	595,2	31,5	98,1	142,4

muy escasas, ya que en torno al 75 % de las emisiones desde 2008 han sido retenidas en los bancos originadores, fundamentalmente para su uso como colateral en las operaciones con el Euro-sistema. El saldo vivo de ABS en la zona del euro superaba los 800 mm de euros a mediados de 2014, de acuerdo con SIFMA⁴, con una distribución geográfica y por colateral desigual, predominando los RMBS o bonos de titulización hipotecaria residencial. No obstante, la aplicación de los criterios del ABSPP reduciría el universo actual de activos elegibles a unos 400 mm de euros según el BCE⁵.

Es importante señalar que la titulización constituye un canal significativo para que el ahorro colocado en entidades no bancarias —como los fondos de inversión, compañías de seguro o fondos de pensiones— se dirija a la financiación de la actividad económica. A través de las titulizaciones los bancos pueden convertir una cartera de activos poco líquidos, como los préstamos, en una serie de valores negociables en los mercados, los denominados «bonos de titulización» o ABS⁶. La adquisición de estos valores por inversores permite al banco captar nuevos recursos y transmitir una

parte del riesgo de su cartera. De esta manera, se logra que sectores como los hogares y las empresas medianas y pequeñas, muy dependientes de los préstamos bancarios en su financiación, tengan un acceso indirecto a los mercados de capital.

Existe un cierto consenso en reconocer las ventajas de la titulización —particularmente, en la zona del euro, donde los bancos poseen un papel dominante en la intermediación financiera— y en hacer compatible su recuperación con la necesidad de corregir los fallos que se revelaron con la crisis. Los esfuerzos para la revitalización de este mercado son múltiples e incluyen de forma singular una iniciativa conjunta del Banco de Inglaterra y del BCE⁷ (2014) para desarrollar unos principios que permitan identificar titulizaciones de calidad (o *qualifying securitisations*) como aquellas simples, estructuralmente robustas y transparentes.

En definitiva, los nuevos programas de compra de activos privados anunciados en septiembre por el Consejo de Gobierno del BCE se dirigen a segmentos de mercado importantes en la provisión de crédito a empresas y familias, y que constituyen eslabones relevantes en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. En conjunción con las TLTRO, estos programas deberán permitir una mejor transmisión del actual tono expansivo de la política monetaria, con el doble propósito de apoyar la recuperación económica en la zona del euro y permitir el retorno de la inflación a tasas más cercanas al 2 % que sean compatibles con el objetivo de estabilidad de precios.

4 *Securities Industry and Financial Markets Association.*

5 V. Constâncio (2014), «A new phase of the ECB's monetary policy», discurso en el *ECB's Workshop on on-standard monetary policy measures*, octubre.

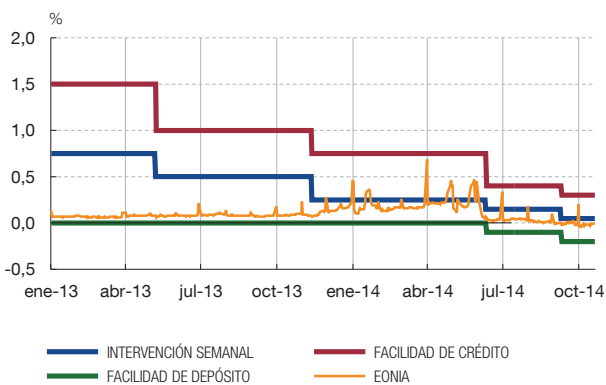
6 En las titulizaciones tradicionales, los activos titulizados son transferidos a una institución no bancaria separada y quedan fuera del alcance de los acreedores del banco cedente. La calidad crediticia de los ABS depende del riesgo de la cartera de préstamos transferida que actúa como respaldo. No obstante, la titulización suele conllevar una estratificación del riesgo, esto es, los bonos emitidos difieren en su jerarquía para absorber pérdidas, ofreciendo combinaciones diferentes de riesgo y rentabilidad.

7 Banco de Inglaterra y BCE (2014), *The case for a better functioning securitisation market in the European Union*, Discussion Paper, mayo.

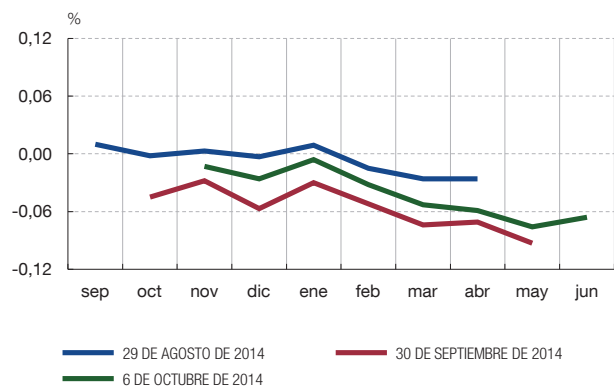
de inflación a medio plazo, tras varios meses consecutivos de sorpresas negativas en la evolución de los precios, y el aumento de la debilidad de la actividad económica descritos en el epígrafe anterior llevaron al Consejo de Gobierno del BCE de septiembre a complementar las medidas adoptadas en junio para intensificar el carácter expansivo de la política monetaria, facilitar la concesión de crédito al sector privado no financiero y recuperar valores de inflación compatibles con el objetivo de la política monetaria. A través de su repercusión sobre los tipos de interés y el tipo de cambio, las medidas de política monetaria adoptadas desde junio han permitido una relajación significativa de las condiciones monetarias, si bien no han tenido aún consecuencias visibles sobre las expectativas de inflación. Resulta también prematuro valorar sus efectos sobre la evolución del crédito a empresas y familias, ya que los diversos programas no convencionales aprobados se encuentran todavía, bien en fase de preparación técnica, o bien en un estadio muy inicial de su implementación.

El Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión del 4 de septiembre, redujo el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 10 pb, hasta el 0,05 %, y situó los de la facilidad marginal de depósito y de crédito en el -0,20 % y 0,30 %, respectivamente, agotando de esta forma el margen de maniobra de la política monetaria convencional.

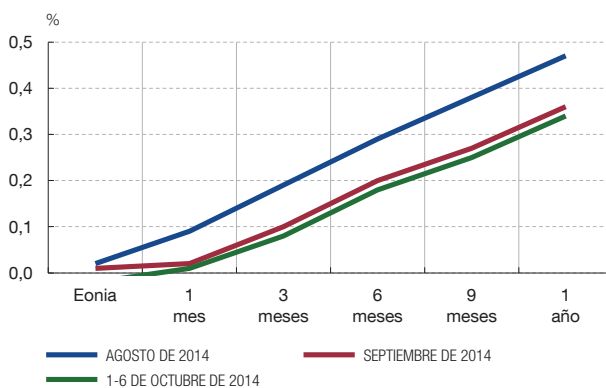
EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



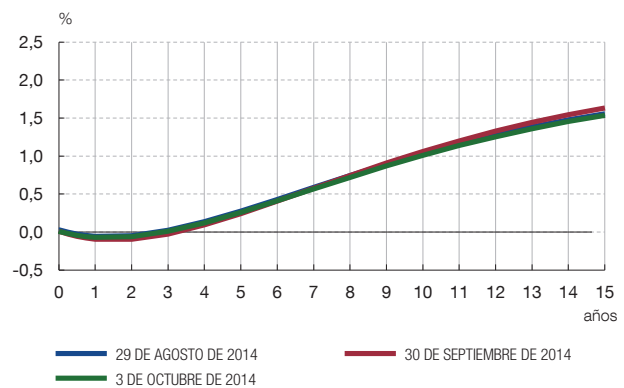
TIPO EONIA ESPERADO PARA LOS OCHO SIGUIENTES PERÍODOS DE MANTENIMIENTO



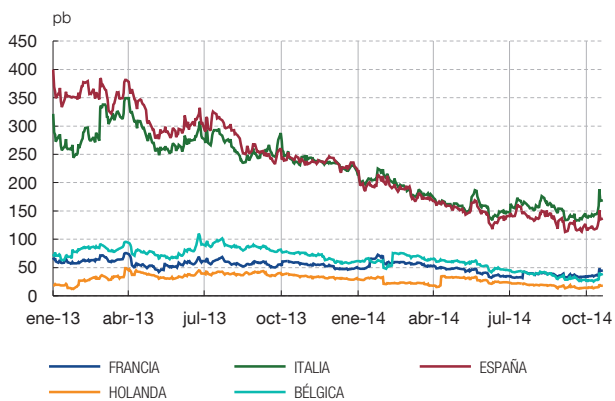
MERCADO INTERBANCARIO



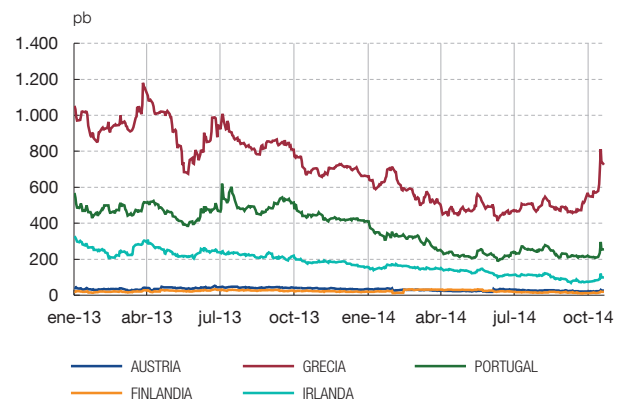
CURVA CUPÓN CERO (a)



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA



DIFERENCIALES SOBERANOS RESPECTO A ALEMANIA

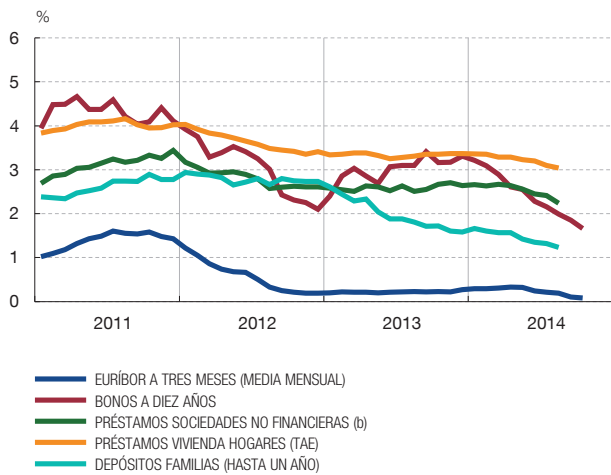


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

Asimismo, el Consejo de Gobierno continuó reiterando las indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria, indicando que los niveles actuales de tipos de interés se mantendrán durante un período prolongado, dadas las perspectivas de inflación existentes. Por otra parte, el Consejo introdujo un paquete de medidas adicionales de política monetaria no convencional que, de manera complementaria a las operaciones de refinanciación a más largo plazo con fines específicos (TLTRO), buscan mejorar la transmisión del

EURÍBOR Y TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS (a)



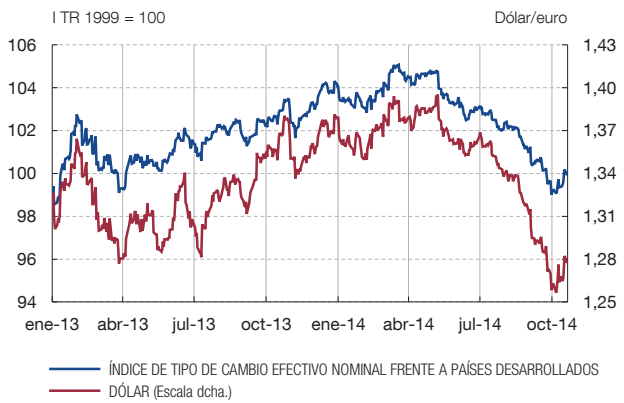
DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD DE LOS BONOS CORPORATIVOS CON RESPECTO A LOS SWAP ASSETS



ÍNDICE EUROSTOXX 50 Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA



TIPOS DE CAMBIO NOMINALES DEL EURO



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Correspondientes a nuevas operaciones.
- b Tipos de interés variables y con período inicial de fijación de tipos hasta un año.

tono decididamente expansivo de la política monetaria y facilitar la provisión de crédito a empresas y familias (véase recuadro 5). En concreto, el BCE anunció un tercer programa de compras de bonos garantizados, como las cédulas (CBPP3, por sus siglas en inglés), y un programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP), cuyos detalles técnicos se dieron a conocer tras la reunión del Consejo del 2 de octubre. En relación con las TLTRO, el 18 de septiembre tuvo lugar la primera de las ocho operaciones previstas, con una demanda de recursos próxima a los 82 mm de euros. La valoración de esta cifra, que se situó algo por debajo de las expectativas de mercado, ha de hacerse conjuntamente con el resultado de la segunda subasta, que tendrá lugar a principios de diciembre, ya que los bancos que no han agotado ahora su límite inicial (7 % de su saldo de créditos al sector no financiero residente en el área del euro) podrán hacerlo entonces.

En los mercados de deuda pública, el anuncio de las medidas del BCE vino acompañado por una disminución generalizada en las rentabilidades de la deuda soberana, que se situó en niveles históricamente bajos. Las rentabilidades del bono alemán a cinco y a diez años se redujeron, hasta alcanzar el 0,15 % y el 0,84 %, respectivamente, 21 pb y 41 pb

por debajo de los valores a finales del segundo trimestre. Esta evolución redujo los diferenciales entre las rentabilidades de la deuda alemana y americana, hasta situarse en el entorno de los 136 pb en la referencia a diez años, a fecha de cierre de este Boletín. Respecto a los diferenciales soberanos dentro del área, durante este período se produjo una reducción en todos los países, con la excepción de Italia, Francia, Portugal y Grecia, debido a la incertidumbre acerca de la capacidad del país para financiarse autónomamente en los mercados a precios sostenibles cuando el actual programa de asistencia financiera llegue a su fin (véase gráfico 12).

En los mercados cambiarios el tipo de cambio del euro frente a las divisas de la mayoría de las economías avanzadas experimentó una depreciación a lo largo del tercer trimestre, que se intensificó con la bajada de tipos de interés oficiales y el anuncio de medidas de política monetaria no convencional (véase gráfico 13). Así, el euro se depreció un 6,5 % frente al dólar, un 1,3 % frente a la libra esterlina y un 1,3 % frente al yen en el período julio-octubre. En términos de tipo de cambio efectivo nominal, el euro se depreció un 2,4 % y un 3,4 % desde principios de 2014 y mantiene una apreciación cercana al 5 % en relación con el promedio histórico registrado desde la creación de la UEM.

El mercado bursátil se caracterizó por un aumento de la volatilidad y una corrección significativa de las valoraciones en el conjunto del tercer trimestre. Esta evolución estuvo condicionada por la debilidad de los datos macroeconómicos y las tensiones geopolíticas que afectaron a varias áreas. El índice EUROSTOXX 50 acumuló una caída del 9,3 % desde principios de julio y del 5,8 % en el conjunto del año.

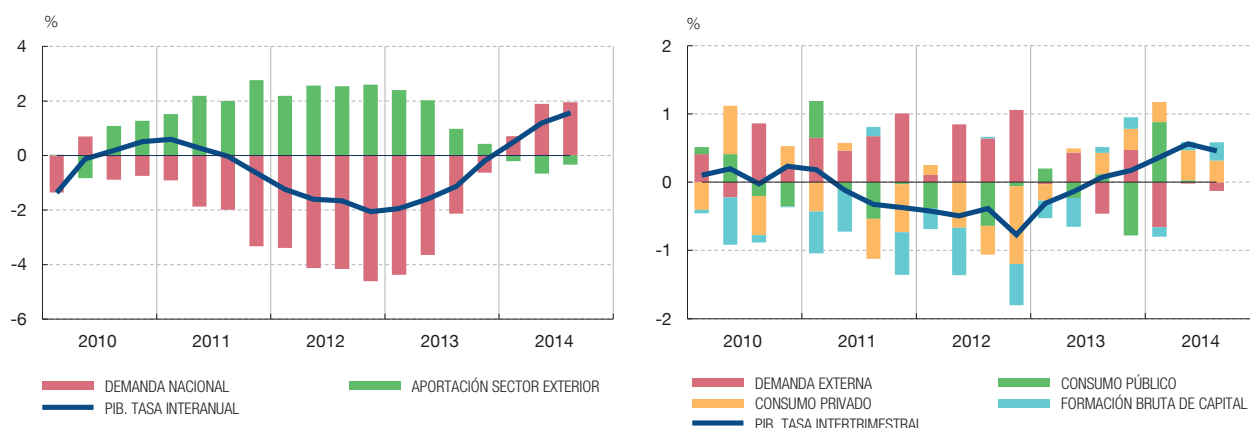
Por último, los agregados crediticios continuaron mostrando debilidad. La contracción de los préstamos a sociedades no financieras, ajustados de titulización y ventas, se situó en el 2 % interanual en agosto, seis décimas menos que el registro de mayo. Por su parte, los préstamos a hogares mantuvieron el ritmo de expansión del 0,5 % interanual. El agregado monetario amplio M3 siguió registrando un crecimiento muy tenue, del 2 % en agosto.

El período de expansión del producto de la economía española que se inició en el verano de 2013 continuó en el tercer trimestre del presente ejercicio, aunque a un ritmo posiblemente más moderado que en el período abril-junio. En concreto, tras avanzar a una tasa intertrimestral del 0,6% en el segundo trimestre, se estima que el PIB pudo crecer un 0,5% en el tercero, lo que se traduciría en un incremento del 1,6% cuando se compara con el mismo período del pasado año. Esta evolución tuvo lugar en un contexto similar, a grandes rasgos, al que se viene observando desde el inicio de la recuperación. En particular, el período julio-septiembre se caracterizó por una modesta normalización adicional de las condiciones financieras que afrontan hogares y sociedades no financieras, por el mantenimiento de niveles relativamente elevados de confianza por parte de estos agentes y por la prolongación del comportamiento favorable del mercado de trabajo. No obstante, estos dos últimos elementos cedieron algo de dinamismo en los meses de verano, lo que, posiblemente, explique la ligera ralentización que, a tenor de los indicadores disponibles, habrían experimentado el consumo privado y la inversión en equipo (véase gráfico 14). En cualquier caso, estos dos componentes de la demanda privada habrían seguido experimentando una notable pujanza. Por su parte, la inversión en construcción, que en el segundo trimestre había registrado su tasa de avance intertrimestral más elevada desde finales de 2007, habría presentado en el tercero una pequeña aceleración adicional, en un contexto en que existen indicios de estabilización de la inversión residencial.

La aportación al crecimiento intertrimestral del producto por parte de la demanda exterior neta habría sido ligeramente negativa. El avance de las exportaciones, superior al del trimestre precedente, que vino marcado por la fuerte desaceleración de la UEM, se vio limitado, no obstante, por el debilitamiento de algunos mercados exteriores en los meses de verano. Por su parte, el relativo vigor de las compras al resto del mundo reflejó la evolución positiva del componente interno de la demanda final. Desde la óptica de la oferta, las ramas de los servicios de mercado habrían mostrado un tono algo más favorable que las industriales, posiblemente como consecuencia del impacto negativo sobre la actividad de estas últimas de la desaceleración de algunos de los principales socios comerciales de la economía española. El empleo del conjunto de la economía habría avanzado, en términos de Contabilidad Nacional, un 0,4%, tasa inferior en dos décimas a la observada en el segundo trimestre. En tasa interanual, el ritmo de creación neta de puestos de trabajo habría aumentado hasta el 1,2%, lo que se habría traducido en un ritmo de avance de la productividad del 0,4%, tasa coincidente con la del trimestre precedente.

El avance de la demanda nacional en los últimos trimestres ha discurrido de forma paralela a la desaceleración de los mercados exteriores, lo que se ha manifestado en un deterioro del saldo de intercambios comerciales con el resto del mundo. En concreto, según la información más reciente de la Balanza de Pagos, que comporta un cambio metodológico de cierto calado², la balanza por cuenta corriente registró en los siete primeros meses del año un déficit de casi 6 mm de euros, que contrasta con el superávit de 5,7 mm de euros del mismo período de 2013.

2 La publicación de la Balanza de Pagos de julio de 2014 se realizó, por primera vez, de acuerdo con el sexto *Manual de Balanza de Pagos* y con una integración plena de nuevas fuentes de información, por lo que también se han revisado los datos de los últimos años. Para más información, véanse las notas de prensa publicadas a tal efecto en el sitio web del Banco de España: <http://www.bde.es/bde/es/Home/Noticias/>.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

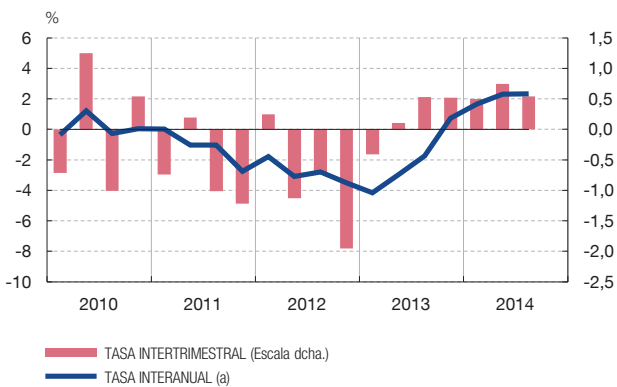
Los precios de consumo intensificaron su desaceleración en el tercer trimestre como consecuencia del abaratamiento de los productos energéticos, los servicios y los alimentos elaborados. El IPC registró un descenso del 0,2 % en septiembre, frente al retroceso del 0,5 % en agosto y a la variación nula con la que finalizó el segundo trimestre. La tasa de variación del IPSEBENE en septiembre fue del -0,1 %. En un contexto de elevada holgura en el grado utilización de la capacidad productiva, esta evolución de los precios obedece, fundamentalmente, al proceso de ajuste de los costes laborales unitarios, pieza fundamental para afianzar los avances en el terreno de la competitividad-precio que la economía española ha cosechado en años recientes y para favorecer la prolongación de la fase de recuperación del producto y del empleo.

4.1 Demanda

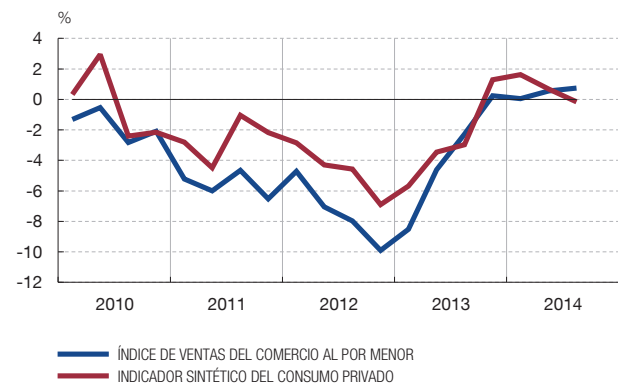
Según la información disponible, el gasto en consumo de los hogares e ISFLSH habría registrado, en el tercer trimestre de 2014, una tasa de crecimiento intertrimestral del 0,5 %, dos décimas inferior a la del período abril-junio (véase gráfico 15). Los indicadores cualitativos correspondientes al período julio-septiembre siguieron mostrando una evolución favorable, aunque algo menos que en trimestres precedentes. Los principales indicadores cuantitativos relacionados con el consumo mostraron, en general, un comportamiento algo menos dinámico que en el trimestre anterior. Así, por ejemplo, las matriculaciones de vehículos particulares ralentizaron su ritmo de crecimiento intertrimestral en el período julio-septiembre, hasta una tasa del 2,6 %. El comercio al por menor y la producción industrial de bienes de consumo, que en ambos casos contienen información hasta agosto, moderaron algo su avance con respecto al trimestre anterior, mientras que el indicador de ventas interiores no financieras de bienes de consumo realizadas por grandes empresas, elaborado por la Agencia Tributaria, permaneció estable en el bimestre julio- agosto.

La inversión en bienes de equipo habría moderado su tasa de crecimiento en el tercer trimestre, hasta el 0,5 % intertrimestral, frente al aumento del 2 % de abril-junio (véase gráfico 16). La desaceleración del ritmo de avance de este componente vendría explicada por la evolución del equipo de transporte. En este sentido, las matriculaciones de vehículos de carga registraron una contracción del 9 % con respecto al trimestre anterior, lo que supone la primera tasa negativa tras cinco trimestres consecutivos de crecimiento. Por lo que respecta al resto de los indicadores cuantitativos, la producción industrial de bienes de equipo, con datos hasta agosto, se habría contraído por segundo trimestre consecutivo. Los indicadores cualitativos, por su parte, mantuvieron el tono positivo del trimestre

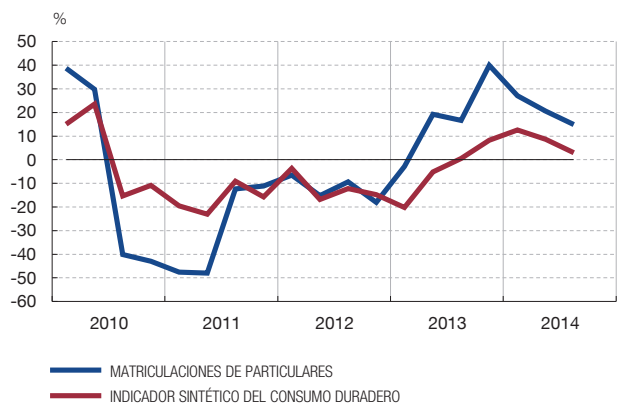
CONSUMO PRIVADO (CNTR)



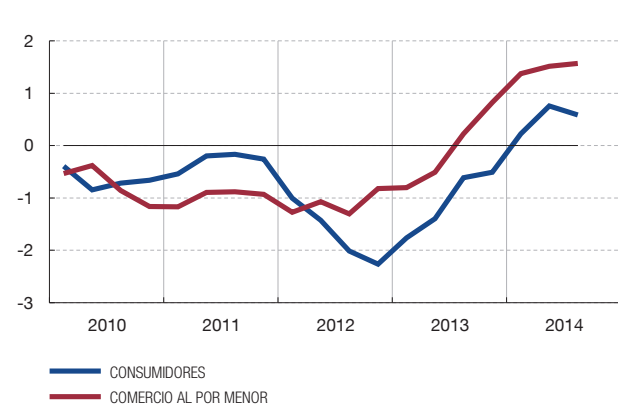
INDICADORES DE CONSUMO (a)



INDICADORES DE CONSUMO DURADERO (a)



INDICADORES DE CONFIANZA (b)



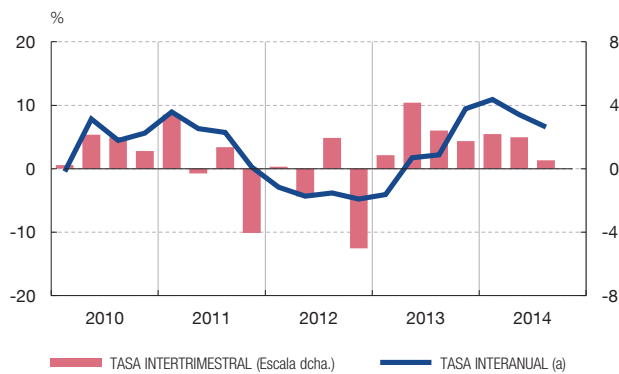
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC y Banco de España.

- 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).

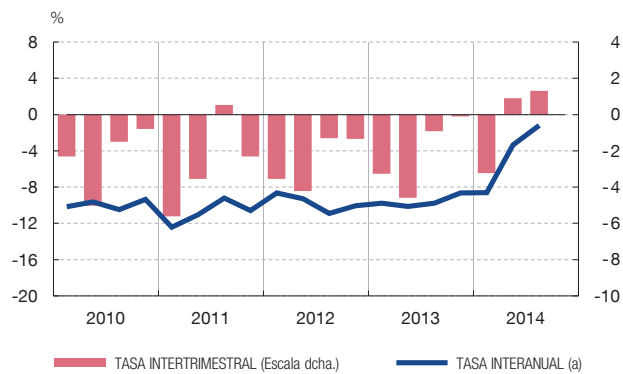
precedente, con mejoras tanto en la cartera de pedidos del exterior como en la confianza de los empresarios.

La inversión en construcción habría crecido en el tercer trimestre de este año algo por encima del 0,9 % intertrimestral registrado en el período abril-junio (véase gráfico 16). Entre los indicadores contemporáneos referidos a los consumos intermedios, el consumo aparente de cemento creció un 1,6 % intertrimestral, mientras que el nivel medio de julio y agosto de la producción de minerales no metálicos superó aproximadamente en un 1 % al observado por término medio en el segundo trimestre. Entre los relativos al mercado de trabajo, el número de afiliados a la Seguridad Social en el sector repuntó un 0,2 % intertrimestral en el período julio-septiembre, tasa que es algo inferior a la observada en el trimestre precedente. Por tipo de obra, se estima que la trayectoria de recuperación de los meses de verano es atribuible, principalmente, al mayor dinamismo del componente no residencial. De cara al futuro, cabe esperar una prolongación de este repunte, a partir de la información disponible hasta julio relativa a la licitación de obra civil, que ha atenuado notablemente su descenso, y a la superficie visada en edificación no residencial, que aumentó en ese mes, tras haber moderado su descenso en el segundo trimestre. Por su parte, la inversión residencial volvió a moderar su contracción en el período julio-septiembre. El número de viviendas visadas ha aumentado ligeramente en la etapa más reciente,

BIENES DE EQUIPO



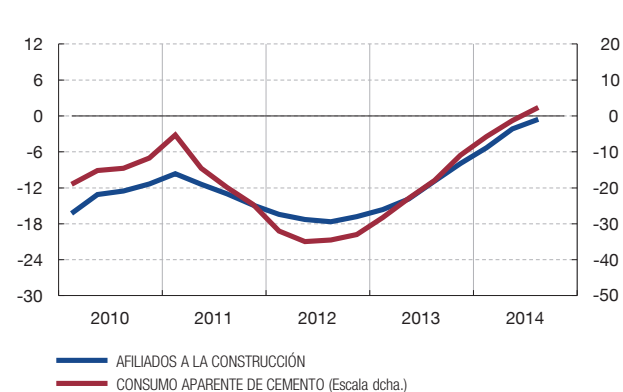
CONSTRUCCIÓN



INDICADORES DE BIENES DE EQUIPO



INDICADORES DE CONSTRUCCIÓN



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

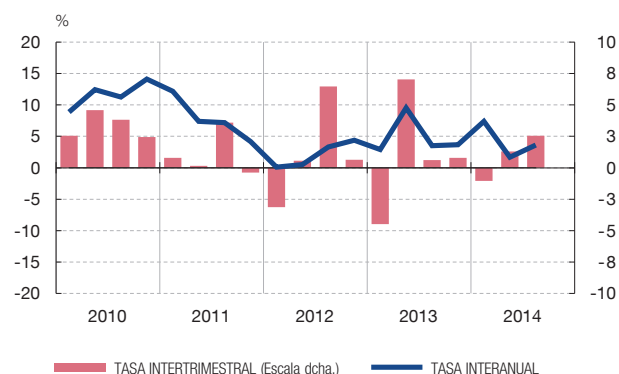
- a Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad, excepto en afiliados, que se calcula sobre la serie original.
- b Indicador normalizado (diferencia entre el indicador y su media, dividida por la desviación estándar).

hasta superar en julio las 4.600 unidades, el nivel más elevado desde principios de 2012. En relación con las transacciones de vivienda, en el segundo trimestre se vendieron unas 90.000 unidades, prolongando la tendencia a la estabilización de las compras en un nivel ligeramente superior al promedio del año 2013. Las operaciones realizadas por extranjeros continuaron registrando un notable dinamismo, alcanzando casi el 18% del total de las transacciones realizadas en el período abril-junio.

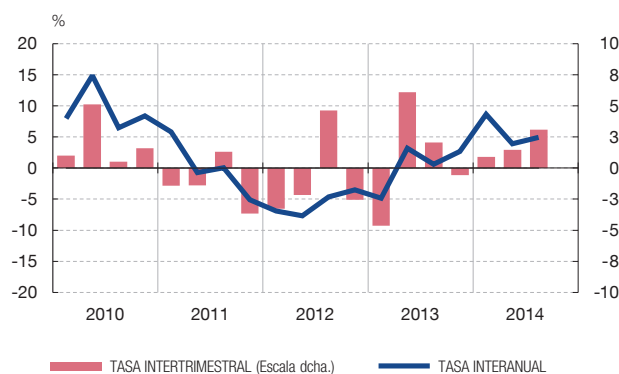
Con respecto al consumo público, los indicadores más recientes relativos al tercer trimestre muestran una cierta estabilización de este componente de la demanda, que habría registrado una tasa de variación intertrimestral cercana a cero.

La demanda exterior neta podría haber tenido una aportación ligeramente negativa al crecimiento intertrimestral del PIB entre julio y septiembre (que se estima en torno a -0,1 pp), tras la contribución nula registrada en el segundo trimestre, en un contexto de repunte de las exportaciones, tras la moderación del primer semestre, y de prolongación del dinamismo de las importaciones (véase gráfico 17). A corto plazo, las ganancias de competitividad, favorecidas por el reciente debilitamiento de la cotización del euro, deberían continuar sosteniendo el avance de las ventas en el exterior, cuya evolución, no obstante, estará muy vinculada a la de los mercados de exportación y, en particular, a la de la zona del euro.

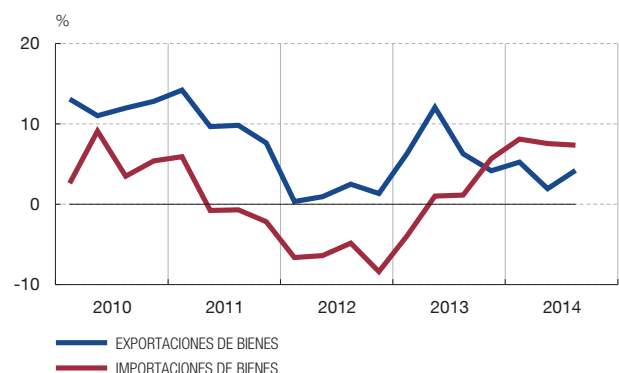
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



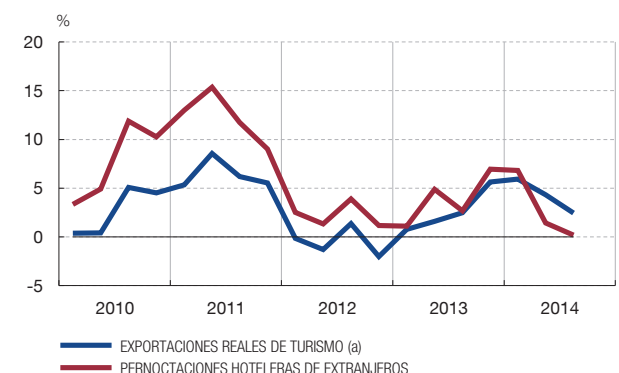
IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



INDICADORES DE ADUANAS (b)



INDICADORES DE TURISMO (c)



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

- a Datos de la CNTR a precios constantes. Series ajustadas de estacionalidad.
- b Series deflactadas con índices de precios de exportación (IPRIX) e importación (IPRIM) de productos industriales, ajustadas de estacionalidad.
- c Series ajustadas de estacionalidad.

De acuerdo con los datos de Aduanas hasta agosto, el ritmo de avance de las exportaciones reales de bienes se aceleró en la media de julio y agosto, con un aumento interanual del 5,3%, frente al descenso del 1,1% del segundo trimestre. Por grupos de productos, destacó el avance de las exportaciones de bienes de equipo y de consumo no alimenticio, en tanto que los incrementos de las ventas exteriores de bienes intermedios y de alimentos fueron más moderados. Por áreas geográficas, el aumento de las exportaciones en la media del período julio-agosto se apoyó en las dirigidas a la UE (8,4% en tasa interanual), frente al estancamiento de las extracomunitarias, si bien en agosto las exportaciones a la UE experimentaron un retroceso. Entre los principales mercados comunitarios, despuntó la recuperación de las ventas a Reino Unido, tras el descenso del trimestre anterior. Por su parte, en las ventas extracomunitarias se redujeron significativamente las dirigidas a América Latina, Rusia y la OPEP mientras que destacó el dinamismo de las ventas destinadas a los países del sudeste asiático y a Estados Unidos.

La evolución de los indicadores disponibles anticipa un buen comportamiento de las exportaciones reales de servicios turísticos en el tercer trimestre del año. Se aprecia una cierta divergencia entre la evolución creciente del número de turistas y la correspondiente al gasto medio de cada uno de ellos, menos favorable que la anterior. Así, mientras que en los meses de julio y agosto las entradas de turistas extranjeros avanzaron a un ritmo inter-

anual del 7,4 %, sus pernoctaciones hoteleras aumentaron un 0,2 %. De forma análoga, según los datos de la Encuesta de Gasto Turístico (Egatur), el aumento interanual del 6,6 % del gasto nominal total de los turistas en los meses de julio y agosto vino impulsado principalmente por el incremento del número de turistas. En el conjunto de los ocho primeros meses del año, las entradas de turistas alcanzaron los 45 millones de personas, superando los registros del mismo período de 2013, y, de continuar a este ritmo, alcanzarían un nuevo máximo histórico en el conjunto del año. A la evolución del número de turistas en el bimestre contribuyó positivamente el avance de los mercados tradicionales (Reino Unido, Alemania y Francia), así como el buen tono de las llegadas de visitantes nórdicos.

Las importaciones reales de bienes, según la información de Aduanas, aumentaron en el período julio-agosto un 8,8 % en términos interanuales, tras el crecimiento del 4 % registrado en el segundo trimestre. La aceleración de las compras exteriores se concentró fundamentalmente en los países de la UE. Por grupos de productos, sobresalió el crecimiento de las compras al exterior de bienes de consumo duradero y de equipo.

4.2 Producción y empleo

Los indicadores cualitativos y cuantitativos de actividad sectorial mostraron señales algo divergentes durante el tercer trimestre. Mientras que la información más actualizada de los primeros siguió apuntando a un crecimiento vigoroso, los indicadores cuantitativos apuntan a una modesta pérdida de dinamismo en el período julio-agosto.

En la industria manufacturera, los indicadores de opinión mantuvieron el tono positivo de los últimos trimestres. En concreto, en el período julio-septiembre, el indicador de confianza de la industria que elabora la Comisión Europea registró un ligero avance y el PMI de la industria manufacturera permaneció holgadamente en terreno expansivo, si bien su nivel se moderó ligeramente. Sin embargo, la información cuantitativa proporcionada por el IPI de los meses de julio y agosto ofreció algunas muestras de atonía en la actividad industrial, con tasas intermensuales solo ligeramente positivas. En todo caso, se aprecia un cierto comportamiento diferenciado según el destino económico de la producción. Así, el componente de consumo —en especial, duradero— mostró un mayor dinamismo, al contrario que el de bienes de equipo. Los indicadores referidos a la rama de la construcción, por su parte, continuaron dando muestras de una ligera recuperación de este sector.

Los indicadores de opinión relativos a los servicios de mercado debilitaron ligeramente su ritmo de avance, aunque se mantuvieron en niveles compatibles con una prolongación de la expansión de la actividad del sector. Los indicadores cuantitativos, con información incompleta, mostraron una evolución divergente. El indicador de actividad del sector servicios experimentó en julio-agosto una variación nula con respecto al segundo trimestre del año, en que creció un 0,8 % intertrimestral. Entre los sectores con un comportamiento más dinámico cabría destacar la hostelería. Por el contrario, el indicador de ventas de servicios realizadas por grandes empresas mantuvo un tono ligeramente más expansivo en julio y agosto que en los meses precedentes. En conjunto, toda esta información apunta a una leve ralentización del valor añadido de los servicios de mercado en el tercer trimestre.

En el mercado laboral, la evolución positiva del empleo observada durante la primera mitad del año se prolongó en el tercer trimestre. En concreto, las afiliaciones a la Seguridad Social se incrementaron un 2 % en tasa interanual, cinco décimas más que en el trimestre anterior. En términos intertrimestrales y corregidos de estacionalidad, se observó, sin embargo, una moderación de dos décimas, hasta el 0,5 %. La mejora en la afilia-

ción fue generalizada por ramas de actividad, destacando el aumento interanual del 2,7 % en los servicios de mercado y del 2,3 % en las ramas de no mercado³. La construcción, por su parte, moderó en 1,8 pp su ritmo de descenso del empleo, hasta el 0,5 %, mientras que en la industria el número de afiliaciones se incrementó en un 0,6 %. En el conjunto de las ramas de mercado, se observó un aumento del empleo del 2 %. Este comportamiento anticiparía una tasa de variación interanual del empleo, en términos de la CNTR en el tercer trimestre, en el entorno del 1,2 % (frente al 0,8 % del segundo trimestre) (véase gráfico 18).

Por su parte, el paro registrado disminuyó un 5,9 % en el tercer trimestre, algo por debajo del descenso en el período abril-junio (-6,4 %). La contratación registrada en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) aumentó un 12 % en términos interanuales (15,1 % en el trimestre anterior). El número de contratos temporales se desaceleró (11,2 %, frente al 14,4 % del segundo trimestre), mientras que el de contratos indefinidos mantuvo un dinamismo más elevado (22,4 %), aumentando su peso en la contratación total hasta el 7,4 % (0,7 pp por encima de su nivel de hace un año). Por duración de la jornada, los contratos a tiempo parcial atenuaron su aumento hasta el 11,8 %, mostrando un dinamismo similar al observado en los contratos a tiempo completo (12,1 %).

4.3 Costes y precios

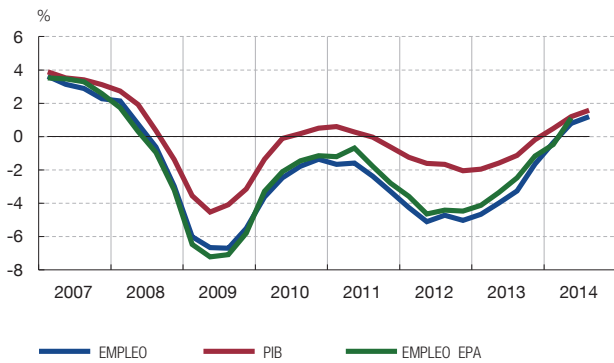
Los convenios colectivos registrados entre enero y septiembre mantuvieron estable la subida de las tarifas para 2014 en el 0,56 %, cifra similar a la pactada para el ejercicio precedente y a la recomendada en el Acuerdo Estatal para la Negociación Colectiva que los agentes sociales firmaron a comienzos del 2012 (véase gráfico 19). Este incremento medio corresponde a los convenios cerrados para un total de 4,2 millones de trabajadores, número que supera al observado en el mismo período de los dos años anteriores. La mayoría de estos asalariados, más de 3 millones, tiene un convenio firmado en los ejercicios precedentes. Para estos trabajadores, el incremento de las tarifas fue del 0,54 %. En cuanto a los convenios firmados en 2014, que afectan a algo más de 1,1 millones de trabajadores, el aumento salarial hasta septiembre fue del 0,62 %. Esta tónica de moderación salarial se observó también en el indicador de la Agencia Tributaria, que mostró un descenso de la retribución media en las grandes empresas del 0,7 % en los meses de julio y agosto. Dado el bajo crecimiento de los precios observado a finales de 2013, no se espera que las cláusulas de salvaguarda contra la inflación pactadas para el año pasado afecten a los salarios del presente ejercicio, previéndose aumentos muy moderados en la remuneración de la economía de mercado en lo que resta de ejercicio.

De acuerdo con las estimaciones realizadas, el deflactor del PIB habría registrado nuevamente en el tercer trimestre de 2014 una tasa de variación interanual negativa, que se estima en el -0,5 %, una décima por debajo de la del trimestre anterior, lo que refleja, fundamentalmente, el retroceso del deflactor del consumo privado (véase gráfico 20). El componente inflacionista externo habría aumentado en el tercer trimestre, hasta situar el ritmo de crecimiento del deflactor de las importaciones de bienes y servicios en el 0,5 %, frente al -0,5 % del segundo trimestre.

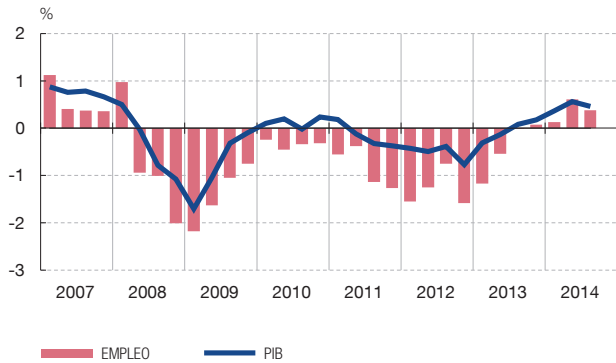
En consonancia con el retroceso estimado para el deflactor del consumo privado, el ritmo de variación interanual del IPC pasó a ser negativo en el conjunto del tercer trimestre. Tras alcanzar un mínimo del -0,5 % en agosto, la tasa de variación interanual del índice general

³ Agregación de las secciones de Administración Pública y Defensa, Educación y Sanidad del Régimen General, que excluye a los cuidadores no profesionales.

TOTAL ECONOMÍA



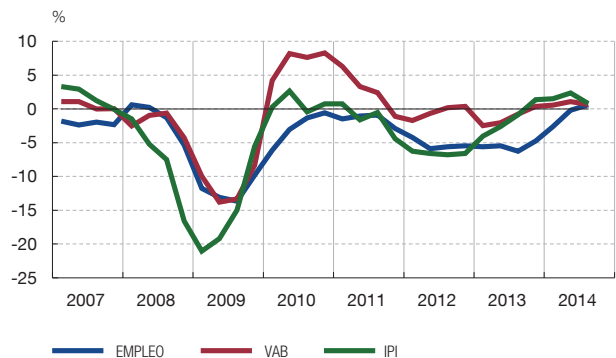
TOTAL ECONOMÍA (b)



AGRICULTURA



INDUSTRIA Y ENERGÍA



CONSTRUCCIÓN



SERVICIOS DE MERCADO

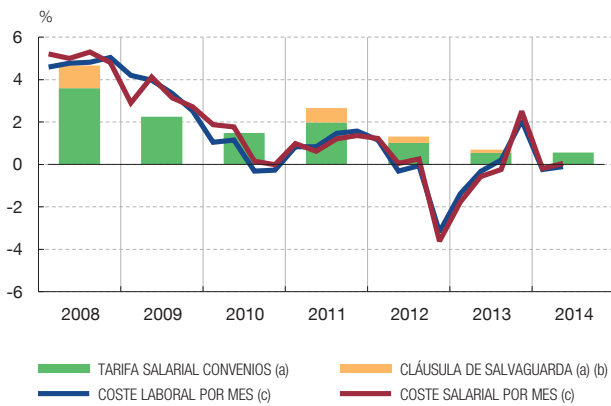


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

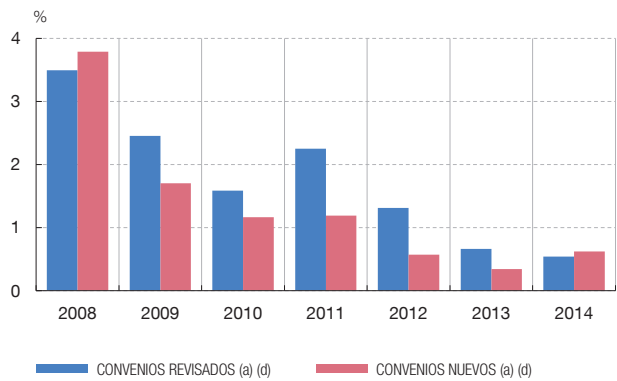
- a Tasas interanuales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad, excepto sobre series brutas en la EPA. Empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del periodo disponible dentro del trimestre. Datos del IPI hasta agosto de 2014.
- b Tasas intertrimestrales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

repuntó hasta el $-0,2\%$ en septiembre (véase gráfico 21). El descenso de los precios en el promedio del trimestre se debió sobre todo a los componentes más volátiles. En concreto, los precios del componente energético registraron una tasa de variación casi nula en este período, en contraste con el incremento del $2,4\%$ entre abril y junio. En el caso de los alimentos no elaborados, el efecto comparación con respecto al registro de hace un año, que desapareció en septiembre, situó la tasa de variación de este componente en el trimestre en el $-4,1\%$ (frente al $-2,3\%$ del trimestre anterior).

INDICADORES SALARIALES



AUMENTO SALARIAL SIN CLÁUSULA DE SALVAGUARDA SEGÚN VIGENCIA DEL CONVENIO



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

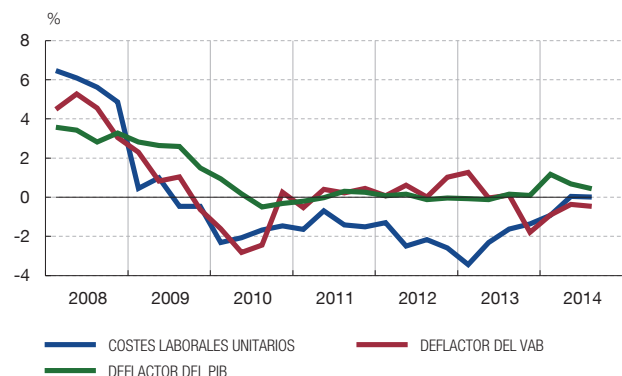
- a El último año, con información de convenios colectivos hasta septiembre de 2014.
- b Cláusula de salvaguarda del año anterior.
- c ETCL. Tasas de variación interanuales.
- d Revisados: hasta 2013, convenios con efectos económicos en el ejercicio, pero con año inicial de efectos económicos en un ejercicio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

PRECIOS Y COSTES LABORALES EN LA ECONOMÍA DE MERCADO

REMUNERACIÓN POR ASALARIADO Y PRODUCTIVIDAD (a)



COSTES LABORALES UNITARIOS Y PRECIOS (a)

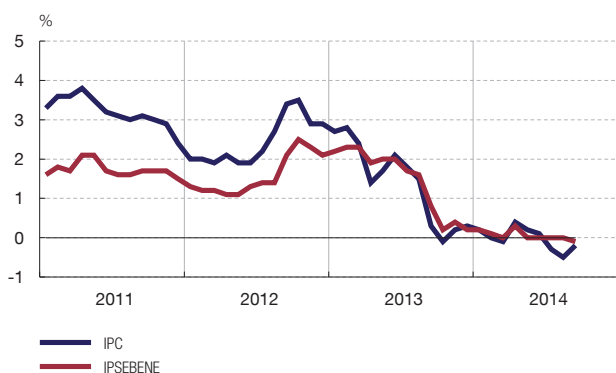


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

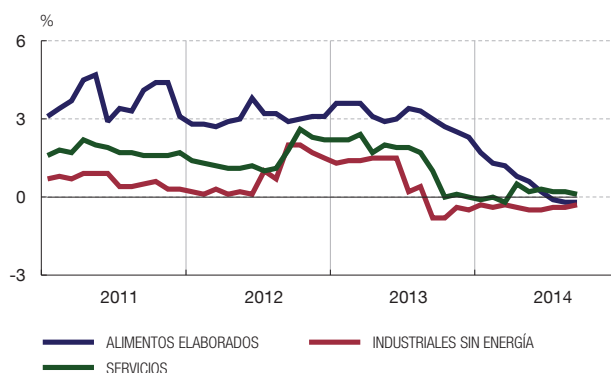
- a Tasas de variación interanuales sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

A su vez, el IPSEBENE, que había mostrado una tasa nula entre mayo y agosto, disminuyó en septiembre un 0,1 %, cifra coincidente con el mínimo previo de la serie histórica, alcanzado en abril de 2010. La ralentización de este indicador a lo largo del trimestre fue fruto de trayectorias dispares de sus distintos componentes. Así, los precios de los servicios se desaceleraron en dos décimas, hasta el 0,1 %, afectados por el impacto del abaratamiento del petróleo sobre los precios del transporte aéreo. Además, los precios de los alimentos elaborados volvieron a ralentizarse, muy influidos por la evolución del precio del aceite, hasta registrar una tasa de crecimiento interanual del -0,2 % en septiembre, cuatro décimas menos que en junio. Los precios de producción nacional de este tipo de bienes continuaron su senda de moderación, marcando crecimientos próximos a cero, y los de importación siguieron cayendo. Finalmente, los precios de consumo de los

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



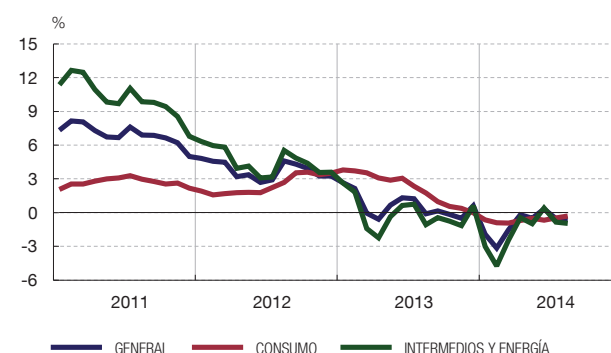
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

bienes industriales no energéticos moderaron su retroceso durante el tercer trimestre, disminuyendo un 0,3 % en septiembre, frente al descenso del 0,5 % registrado en junio. Los precios de producción nacional de este tipo de bienes se aceleraron ligeramente y los de importación atenuaron su abaratamiento.

El descenso de la inflación española medida por el IAPC durante el tercer trimestre fue ligeramente más acusado que en la UEM, de modo que el diferencial favorable a España pasó entre junio y septiembre de $-0,5$ pp a $-0,6$ pp (véase gráfico 22). El diferencial del IAPC, excluyendo los precios de la energía y de los alimentos no elaborados, se hizo igualmente algo más favorable para España a lo largo del trimestre, pasando de $-0,9$ pp en junio a $-1,1$ pp en septiembre. Entre sus componentes, se hicieron más favorables para España los diferenciales referidos a los bienes industriales no energéticos —a finales del tercer trimestre alcanzó los $-0,7$ pp, frente a los $-0,2$ pp de finales del segundo trimestre— y a los alimentos elaborados —en septiembre el diferencial se situó en $-1,8$ pp, frente a $-1,7$ pp en junio—. Por su parte, el diferencial de los precios de los servicios se mantuvo estable durante el tercer trimestre en 1,2 pp, favorable para España. Entre los componentes más variables del índice, el diferencial de los precios energéticos se hizo algo menos favorable para la UEM, pasando de 2,5 pp en junio a 2,3 pp en septiembre, y el de los alimentos no elaborados se situó en septiembre en 0,4 pp, frente a 1,1 pp en junio.

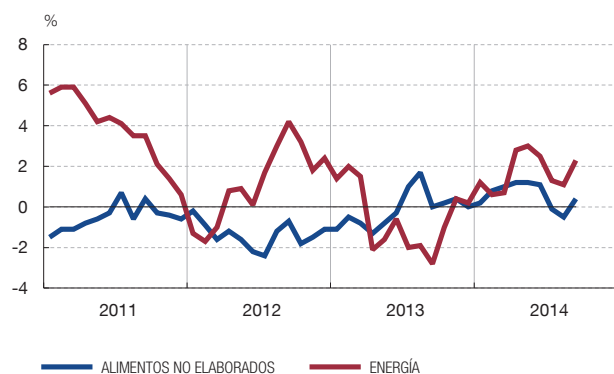
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



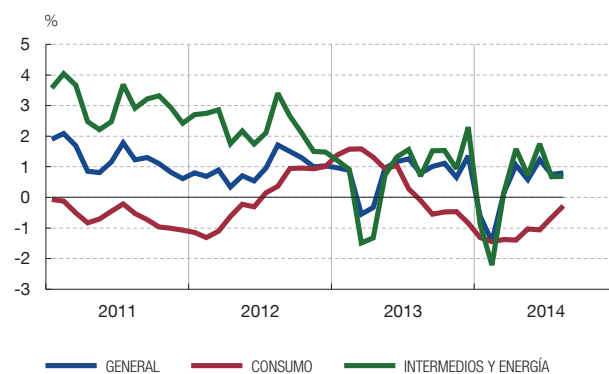
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Tasas interanuales sobre las series originales.

El índice de precios industriales se contrajo un 0,6 % en agosto, frente al avance del 0,3 % en junio. Esta evolución reflejó la desaceleración de los precios de la energía, en tanto que el componente no energético repuntó en cuatro décimas. Este patrón de abaratamiento de los productos energéticos y de encarecimiento del resto se repitió en el caso de los precios de importación y exportación de productos industriales. El resultado fue una caída adicional del índice general en la vertiente importadora entre junio y agosto, hasta el -1,7 %, mientras que, por el contrario, por lo que respecta a los precios industriales de exportación, la tasa permaneció en el -1,2 %.

4.4 La actuación de las Administraciones Públicas

De acuerdo con las últimas cifras publicadas en términos de Contabilidad Nacional, que se ajustan por primera vez a la nueva metodología contable del SEC 2010 y están referidas al primer semestre del año, las AAPP registraron en ese período un déficit del 3,4 % del PIB, frente al 3,7 % observado en la primera mitad de 2013 (excluidas en este período las ayudas a las instituciones financieras) (véase cuadro 4).

La mejora del saldo de las AAPP en el período enero-junio se debió tanto a la evolución de los ingresos, que registraron un aumento del 1,6 % en tasa interanual, como a la contención de los gastos, con un moderado avance del 0,4 %. Entre los primeros, repuntaron tanto la recaudación tributaria como las cotizaciones sociales. Entre los gastos, destacó la reducción de los relativos a la remuneración de asalariados, la inversión y las prestaciones

Millones de euros y %

	Liquidación 2013	Variación porcentual 2013/2012	2014	Ejecución			Variación porcentual 2014/2013 ene-jun
			Objetivos oficiales (a)	2013 ene-jun	2014 ene-jun	2014 ene-jul	
	1	2	3	4	5	6	7
1 Recursos totales	393.468	0,8	6,1	186.166	189.162	—	1,6
Recursos corrientes	389.625	0,2	3,7	186.568	189.429	—	1,5
Impuestos sobre producción e importaciones	115.357	5,4	7,2	60.458	62.644	—	3,6
Impuestos sobre la renta y el patrimonio	105.056	-1,1	9,4	43.795	44.790	—	2,3
Cotizaciones sociales	128.172	-2,8	3,0	64.337	64.678	—	0,5
Otros recursos corrientes	41.040	-0,4	-22,0	17.978	17.317	—	-3,7
Recursos de capital	3.843	140,8	280,1	-402	-267	—	33,6
2 Empleos totales	464.759	-6,9	2,1	227.531	225.634	—	-0,8
Remuneración de asalariados	114.537	0,5	1,2	56.751	56.513	—	-0,4
Otros gastos en consumo final (b)	84.341	-3,7	1,1	40.540	40.808	—	0,7
Prestaciones sociales (no en especie)	170.600	1,3	3,3	85.354	84.527	—	-1,0
Intereses efectivos pagados	34.198	10,6	6,3	16.775	17.293	—	3,1
Subvenciones	10.427	4,5	17,6	2.864	3.835	—	33,9
Otros empleos y transferencias corrientes	17.987	6,6	-56,6	9.490	9.923	—	4,6
Formación bruta de capital	22.074	-12,0	10,5	11.428	10.848	—	-5,1
Otros gastos de capital (c)	10.595	-77,2	-15,7	4.329	1.887	—	-56,4
De los cuales: Ayudas a Instituciones Financieras	4.822	—	—	2.774	0	—	—
3 Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (3 = 1 - 2)	-71.291	—	—	-41.365	-36.472	—	—
<i>En porcentaje del PIB nominal anual</i>	-6,8	—	-5,5	-3,9	-3,4	—	—
Administración Central	-4,7	—	-3,5	-3,3	-2,3	-2,8	—
<i>De la cual: Ayudas a Instituciones Financieras</i>	-0,5	—	0,0	-0,3	0,0	0,0	—
Seguridad Social	-1,1	—	-1,0	0,1	-0,2	-0,0	—
CCAA	-1,5	—	-1,0	-0,9	-1,1	-1,0	—
CCLL	0,5	—	0,0	0,1	0,1	—	—
Pro memoria							
Saldo primario	-37.093	—	—	-24.590	-19.179	—	—
Empleos totales, excluyendo ayudas a instituciones financieras	459.937	0,2	3,2	224.757	225.634	—	0,4
Saldo total, excluyendo ayudas a instituciones financieras	-66.469	—	—	-38.591	-36.472	—	—
<i>En porcentaje del PIB nominal anual</i>	-6,3	—	-5,5	-3,7	-3,4	—	—
Saldo primario, excluyendo ayudas a instituciones financieras	-32.271	—	—	-21.816	-19.179	—	—

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

- a Los objetivos del saldo de las AAPP, son los recogidos en el Proyecto de Ley de Presupuestos Generales del Estado para 2015. Los objetivos de ingresos y gastos son los fijados en los objetivos de Estabilidad Presupuestaria 2014-2016, de abril de 2014.
- b Incluye consumos intermedios, transferencias sociales en especie de productores de mercado y otros impuestos sobre la producción. Excluye consumo de capital fijo, producción de mercado (ventas residuales) y pagos por otra producción de mercado.
- c Incluye la adquisición neta de activos no financieros no producidos (K2).

sociales. En sentido contrario, se produjo un aumento de los pagos por intereses y de las compras de bienes y servicios, que contrasta, en este último caso, con las acusadas reducciones observadas en años anteriores.

Por su parte, los datos de la Contabilidad Nacional mensual se encuentran algo más actualizados, al incluir también información referida al mes de julio, en el ámbito de la Administración Central, las Comunidades Autónomas y la Seguridad Social. El agregado de estos tres subsectores registró en enero-julio un déficit del 3,9 % del PIB, lo que supone una reducción de tres décimas con respecto al correspondiente al mismo período de

Millones de euros y %

			Avance de liquidación 2014 (b)		Ejecución		
	Liquidación 2013	Variación porcentual 2013/2012	Variación porcentual 2014/2013	2014 ene-jun	Variación porcentual ene-jun	2014 ene-ago	Variación porcentual ene-ago
	1	2	3	4	5	6	7
1 Ingresos no financieros	121.118	-1,8	7,2	53.037	16,4	82.018	23,1
Impuestos directos	62.019	19,1	6,4	20.267	12,9	38.188	20,4
IRPF	37.924	42,9	10,7	16.702	15,6	29.513	29,4
Sociedades	19.964	-6,9	-1,9	1.538	-24,1	6.048	-12,2
Otros directos (c)	4.130	1,1	6,5	2.027	37,3	2.627	29,6
Impuestos indirectos	35.777	51,7	5,2	19.820	15,5	26.192	23,7
IVA	25.502	55,6	11,7	15.188	20,6	19.942	40,3
Especiales	7.554	76,3	-15,7	3.212	-0,1	4.416	-16,1
Otros indirectos (d)	2.721	-6,8	2,7	1.421	4,9	1.834	8,3
Otros ingresos (e)	23.322	-51,1	12,3	12.949	23,8	17.638	28,6
2 Pagos no financieros	160.796	5,5	1,2	80.239	-3,2	109.131	-2,4
Personal	15.638	0,5	0,6	8.100	1,5	10.410	1,2
Compras	3.200	-9,3	7,2	1.210	-4,8	1.689	-2,2
Intereses	28.407	9,0	15,7	14.545	10,8	23.911	7,8
Transferencias corrientes	101.156	5,9	-5,6	51.029	-9,6	65.950	-7,9
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	—	—	—	—	—
Inversiones reales	5.930	-12,3	-6,0	1.413	-33,2	2.012	-27,4
Transferencias de capital	6.464	31,5	48,2	3.943	101,1	5.159	59,1
3 Saldo de caja (3 = 1 - 2)	-39.678	—	—	-27.202	—	-27.113	—
Saldo no financiero en términos de CN	-45.321	—	—	-26.605	—	-34.743	—
Pro memoria: impuestos compartidos (Estado más participación de las Administraciones Territoriales) (f)							
TOTAL	160.922	0,1	4,6	71.821	5,6	108.328	4,8
IRPF	69.946	-1,0	5,0	32.712	5,2	50.281	5,5
Sociedades	19.964	-6,9	-1,9	1.538	-24,1	6.048	-14,1
IVA	51.939	2,9	8,2	28.083	10,3	39.076	8,7
Impuestos especiales	19.073	4,7	-0,1	9.488	0,8	12.924	1,9

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (IGAE).

a En términos de caja.

b Niveles de avance de liquidación de 2014 (PGE2015) respecto a la liquidación de 2013.

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

d Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

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

f Los datos relativos a las tasas de variación de los impuestos compartidos se basan en los datos proporcionados por la AEAT en su Informe Mensual de Recaudación Tributaria de agosto. En este informe, la AEAT corrige el impacto del efecto calendario generado por cambios en la gestión tributaria en agosto de este año, para evitar distorsiones en el análisis de la evolución de la recaudación tributaria con respecto a la observada en el año anterior.

2013, que se concentró en la Administración Central, mientras que las Comunidades Autónomas y la Seguridad Social empeoraron ligeramente su saldo.

Además, se dispone de información parcial más adelantada correspondiente a la ejecución presupuestaria hasta agosto del Estado y de la Seguridad Social (véanse cuadros 5, 6 y 7). Por lo que se refiere a los ingresos, según la información de la Agencia Tributaria, en los meses transcurridos del tercer trimestre se habría mantenido el perfil

Millones de euros y %

	Liquidación 2013	Variación porcentual 2013/2012	Presupuesto Inicial 2014 (b)		Ejecución		
			Variación porcentual 2014/2013	2014 ene-jun	Variación porcentual ene-jun	2014 ene-ago	Variación porcentual ene-ago
			1	2	3	4	5	6	7
1 Ingresos no financieros	121.274	2,3	1,8	61.511	-4,9	81.737	-4,3
Cotizaciones sociales	98.093	-2,9	4,8	49.602	0,4	66.361	0,5
Transferencias corrientes	18.424	52,7	-12,1	10.102	-24,0	12.042	-23,9
Otros ingresos	4.757	-11,5	-7,0	1.807	-7,9	3.334	-8,0
2 Pagos no financieros	130.181	4,7	2,3	56.776	3,6	84.668	3,2
Personal	2.247	-1,0	3,5	1.096	-1,6	1.439	-0,5
Compras	1.438	-4,5	9,5	658	0,3	855	-0,6
Transferencias corrientes	125.783	5,0	2,1	54.978	3,7	81.719	3,2
Pensiones contributivas (c)	108.580	4,9	3,2	48.003	3,5	71.834	3,4
Incapacidad temporal	5.051	-5,8	-3,4	1.872	8,1	2.754	8,2
Resto	12.152	11,4	-5,5	5.103	4,9	7.131	-0,2
Otros gastos	713	-6,8	16,3	45	-17,9	655	11,6
3 Saldo no financiero (3 = 1 - 2)	-8.907	—	—	4.735	—	-2.931	—
Saldo no financiero en términos de CN	—	—	—	-1.618	—	—	—
En porcentaje del PIB nominal anual	-1,1	—	—	-0,2	—	—	—
Pro memoria							
Servicio Público de Empleo Estatal							
Prestaciones desempleo	31.221	-4,9	-5,7	13.707	-15,9	17.795	-16,8
Sistema Seguridad Social y SEPE							
Cotizaciones sociales	116.673	-3,0	4,1	58.876	0,7	78.730	0,7

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

a En términos de derechos y obligaciones reconocidas.

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

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

de avance de la recaudación impositiva relativa a los impuestos compartidos por el Estado y las Administraciones Territoriales. En concreto, los ingresos tributarios, corregidos, entre otros factores, por el distinto ritmo de devoluciones, habrían aumentado hasta agosto un 4,8 % interanual, frente al incremento del 4,3 % registrado hasta junio. Por su parte, los ingresos por cotizaciones sociales (que incluyen tanto las del Sistema de Seguridad Social como las del SEPE) habrían registrado en el período comprendido entre enero y agosto un incremento interanual del 0,7 %, similar al del primer semestre. En cuanto a las partidas de gasto, se mantuvieron las tendencias de meses anteriores, siendo destacable la contención de los pagos por transferencias de la Seguridad Social (pensiones totales y prestaciones por desempleo), mientras que en los correspondientes a intereses se produjeron nuevos incrementos de cierta magnitud.

4.5 Balanza por cuenta corriente y de capital

Según los datos de avance de la Balanza de Pagos, durante los siete primeros meses de 2014, se frenó el proceso de corrección del déficit exterior que se observó hasta 2013. En concreto, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 2,6 mm de euros entre los meses de enero y julio, frente al superávit de 9,7 mm de euros del mismo período del año anterior (véase cuadro 8). La necesidad de financiación

Millones de euros y %

	2014 Objetivos oficiales (b)			Ejecución			
	Liquidación 2013	Variación porcentual 2013/2012	Variación porcentual 2014/2013	2014 ene-jun	Variación porcentual ene-jun	2014 ene-jul	Variación porcentual ene-jul
	1	2	3	4	5	6	7
1 Ingresos no financieros	123.493	-0,9	3,9	57.103	-3,8	69.602	-1,6
Ingresos corrientes	118.623	-0,5	1,7	56.282	-3,1	68.364	-1,2
Impuestos directos	37.027	-23,2	-1,2	17.912	-3,9	20.933	2,2
Impuestos indirectos	47.376	-18,2	8,7	23.937	1,2	30.052	9,6
Tasas, precios y otros ingresos	4.584	-3,3	-2,6	1.998	0,0	2.556	1,0
Transferencias corrientes	28.934	—	-9,8	12.269	-9,1	14.624	-20,8
Ingresos patrimoniales	702	-41,4	186,8	166	-38,3	199	-33,6
Ingresos de capital	4.870	-9,8	56,4	821	-35,4	1.238	-21,3
Enajenación de inversiones reales	573	109,8	—	161	-26,1	369	32,6
Transferencias de capital	4.298	-16,1	18,5	661	-37,4	869	-32,9
2 Pagos no financieros	138.659	-7,7	2,8	65.786	3,3	77.859	3,3
Pagos corrientes	126.388	-6,3	1,2	62.281	4,3	73.538	4,5
Gastos de personal	52.608	0,1	1,6	26.220	0,0	30.395	0,1
Gastos corrientes en bienes y servicios	27.708	-22,2	4,0	14.084	15,9	16.866	14,6
Gastos financieros	7.289	16,3	22,4	4.167	19,2	4.668	16,8
Transferencias corrientes	38.782	-4,0	-5,8	17.810	-0,3	21.608	1,5
Fondo de contingencia y otros imprevistos	—	—	—	—	—	—	—
Pagos de capital	12.271	-20,2	19,7	3.505	-11,3	4.322	-13,6
Inversiones reales	5.641	-15,3	15,8	1.697	-7,1	2.033	-9,6
Transferencias de capital	6.631	-24,0	23,1	1.808	-14,9	2.289	-16,9
3 Saldo no financiero (3 = 1 – 2)	-15.166	—	—	-8.683	—	-8.257	—
Saldo no financiero en términos de CN	-15.932	—	—	-11.912	—	-10.475	—
Pro memoria							
Ingresos propios	19.842	2,7	23,7	8.934	1,0	11.547	9,6
Impuesto sobre sucesiones y donaciones	2.792	10,2	-5,8	1.427	-7,6	1.800	1,8
Impuesto sobre trans. patrimoniales y AJD	5.542	-1,7	18,4	2.902	4,0	3.480	5,9
Tasas, precios públicos y otros ingresos	4.584	-3,3	-2,6	1.998	0,0	2.556	1,0
Otros (c)	6.923	8,2	57,1	2.607	3,6	3.711	25,6

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

a En términos de derechos y obligaciones reconocidas.

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

c Incluye: (1) Resto de impuestos directos, incluido patrimonio; (2) IGIC y AIEM; (3) Resto de impuestos indirectos; (4) Ingresos patrimoniales; (5) Enajenación de inversiones reales, y (6) impuestos correspondientes a la Comunidad Foral de Navarra: IRPF, IVA, impuesto sobre sociedades e impuestos especiales.

se explicó, fundamentalmente, por la reducción del superávit de la balanza de bienes y servicios —a pesar de la mejoría del saldo del turismo—, aunque también contribuyeron a ello la ampliación del déficit de la balanza de rentas, y, en mucha menor medida, el descenso del superávit de la cuenta de capital. En particular, en los siete primeros meses de 2014, el superávit de bienes y servicios disminuyó un 35 % en términos interanuales, hasta situarse en 14,6 mm de euros. Por lo que respecta al comercio de bienes, la información de Aduanas desvela una significativa reducción del superávit no energético, mientras que la factura energética continuó reduciéndose. Por su parte, el superávit turístico se amplió un 1,5 %, hasta 19,7 mm de euros. Finalmente, el déficit de la balanza de rentas primarias y

BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y DE CAPITAL

CUADRO 8

Datos de avance

mm de euros

		Enero-julio		Tasa de variación
		2013	2014	2014/2013 (a)
Ingresos	Cuenta corriente	221,0	221,2	0,1
	Bienes y servicios	191,7	195,7	2,1
	Turismo	25,7	26,7	3,8
	Rentas primarias y secundarias	29,3	25,5	-13,1
	Cuenta de capital	5,0	3,6	-29,1
	Cuentas corriente + capital	226,1	224,8	-0,6
Pagos	Cuenta corriente	215,4	227,1	5,4
	Bienes y servicios	169,3	181,1	6,9
	Turismo	6,4	6,9	9,1
	Rentas primarias y secundarias	46,0	46,0	0,0
	Cuenta de capital	1,0	0,3	-73,5
	Cuentas corriente + capital	216,4	227,3	5,1
Saldos	Cuenta corriente	5,7	-5,9	-11,5
	Bienes y servicios	22,4	14,6	-7,7
	Turismo	19,4	19,7	0,4
	Rentas primarias y secundarias	-16,7	-20,5	-3,8
	Cuenta de capital	4,0	3,3	-0,7
	Cuentas corriente + capital	9,7	-2,6	-12,3

FUENTE: Banco de España.

a Variaciones absolutas para los saldos.

secundarias se deterioró un 23 %, hasta situarse en 20,5 mm de euros, y el superávit de la cuenta de capital descendió un 18 %, hasta 3,3 mm de euros.

5 EVOLUCIÓN FINANCIERA⁴

5.1 Rasgos más destacados

A lo largo del tercer trimestre, las condiciones en los mercados financieros continuaron mejorando. Así, las rentabilidades de la deuda pública española y sus diferenciales frente a la referencia alemana descendieron. En el caso del bono a diez años, la disminución acumulada en este período fue de 48 pb, hasta el 2,2 %, y la de su diferencial con respecto a la referencia alemana al mismo plazo, de 19 pb, hasta los 122 pb (véase gráfico 23). Por su parte, las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos por el sector privado se mantuvieron en niveles moderados y los tipos de interés del mercado interbancario se redujeron en todos los plazos (en el caso del euríbor a un año, la caída fue de 15 pb, hasta el 0,34 %). En los mercados de renta variable, el IBEX-35 mostró un retroceso del 0,9 %, en un entorno de volatilidad reducida. Esta evolución tuvo lugar en un contexto en el que, en el ámbito de la política monetaria, el BCE rebajó los tipos oficiales, anunció dos programas de compra de activos del sector privado no financiero y realizó la primera operación de refinanciación a largo plazo con objetivo específico (véase el epígrafe 4 de este informe).

En la parte transcurrida de octubre, la rentabilidad de la deuda pública española a diez años continuó descendiendo hasta el día 14, repuntando en los días posteriores, de forma que en la fecha de cierre de este Boletín se situaba en niveles similares a los de finales de septiembre (2,2 %), mientras que su diferencial con respecto al bono alemán se elevó hasta los 137 pb. Por su parte, el IBEX-35 ha retrocedido un 8,4 %. Ambos movimientos han tenido lugar en el marco de un nuevo episodio de tensión en los mercados financieros internacionales cuyo alcance es todavía difícil de valorar.

De acuerdo con los datos publicados por el INE, los precios de la vivienda libre aumentaron en el segundo trimestre un 1,7 % con respecto al nivel de marzo, con lo que su tasa de avance interanual pasó a situarse en valores positivos por primera vez desde comienzos de 2008 (0,8 %, frente a la caída del 1,6 % del primer trimestre) (véase gráfico 23).

En línea con el retroceso de las rentabilidades interbancarias y con el abaratamiento de la financiación de la banca, entre junio y agosto (último dato disponible) el coste del crédito descendió en todos los segmentos, con la única excepción del asociado a los préstamos a hogares dedicados a consumo y otros fines, que presenta una mayor volatilidad y está más afectado por factores estacionales (véase gráfico 23). Los tipos de interés bancarios siguen, no obstante, en niveles elevados para el tono expansivo de la política monetaria (véase recuadro 6). El coste del resto de fuentes de financiación de las sociedades también descendió en el conjunto del tercer trimestre.

El ritmo de retroceso interanual de la financiación obtenida por los hogares y las sociedades no financieras apenas varió entre junio y agosto (último dato disponible), situándose próximo al

⁴ Los distintos indicadores presentados en esta sección del informe se calculan de acuerdo con la metodología establecida en el Reglamento (UE) 549/2013, de 21 de mayo de 2013, relativo al Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales de la Unión Europea, conocido como «SEC 2010», que entró en vigor el 1 de septiembre de este año, sustituyendo a la metodología anterior, denominada «SEC 95». Asimismo, se ha actualizado la información referente a los activos financieros y pasivos de los sectores residentes con el resto del mundo, como consecuencia de la revisión de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional, por la aplicación del nuevo *Manual de Balanza de Pagos*. En términos de los indicadores aquí presentados, la variación más significativa derivada de estos cambios estadísticos se observa en la ratio de endeudamiento sobre PIB de las sociedades no financieras, cuyo nivel se reduce, en promedio, unos 9 pp desde comienzos de 2012. Para más detalles sobre estos cambios estadísticos, pueden consultarse <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/ccff/novedadescfefee.pdf>, <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/ccff/efectosaplicacionsec2010.pdf> y http://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/14/Arc/Fic/presbe2014_47.pdf.

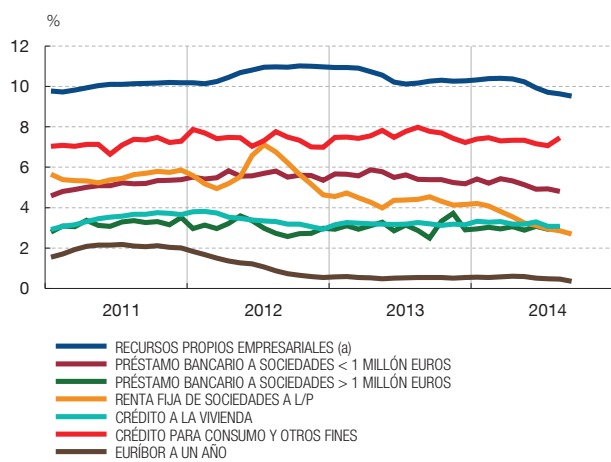
ÍNDICES BURSÁTILES



DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



COSTE DE FINANCIACIÓN



PRECIO DE LA VIVIENDA (b)



FUENTES: Bloomberg, Reuters, Datastream, MSCI Blue Book, Instituto Nacional de Estadística 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 Índice de precios de la vivienda del INE.

4,5%. Las caídas de los saldos agregados de los préstamos bancarios fueron, sin embargo, compatibles con una expansión de los volúmenes de las nuevas operaciones en la mayoría de los segmentos (véase recuadro 6), favorecida por el aumento de la demanda y la mejora de las condiciones de acceso al crédito, y, en el caso de las empresas, con una recomposición de la deuda hacia aquellos agentes y sectores con una posición más favorable para acometer nuevos proyectos de inversión y contratación. Así, de acuerdo con la información más reciente del crédito por finalidades, referida al segundo trimestre, la tasa interanual de disminución de esta fuente de financiación se moderó en la mayoría de ramas de actividad, a excepción del sector inmobiliario, donde los excesos de endeudamiento acumulados fueron más acusados.

En el segundo trimestre de 2014 se observó un cierto reforzamiento de la posición patrimonial de las familias y de las sociedades no financieras. Así, en el caso de los hogares, el endeudamiento como porcentaje de la renta bruta disponible (RBD) se mantuvo en niveles similares a los de marzo y la carga financiera siguió descendiendo, al tiempo que aumentó la riqueza neta. Por su parte, la capacidad de ahorro del sector, una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de la deuda, se redujo. En el caso de las empresas, la ratio de endeudamiento en relación con el PIB también disminuyó y la carga financiera asociada a los pagos por intereses apenas varió. Asimismo, de acuerdo

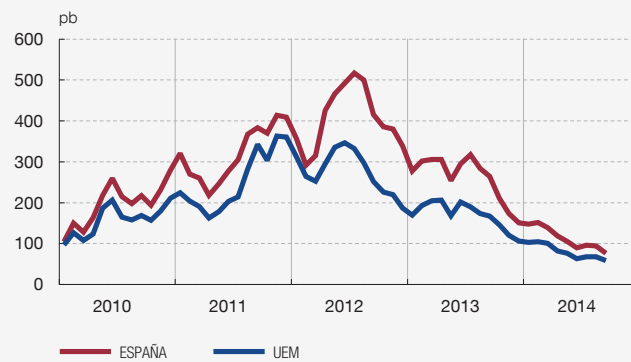
Desde mediados de 2012 se ha registrado una importante mejora de las condiciones en los mercados financieros, favorecida por las distintas medidas de política económica adoptadas por las auto-

ridades nacionales de los países del área del euro, los avances en la gobernanza de la UEM y la política monetaria expansiva del Eurosistema. El episodio de tensiones financieras en los días pre-

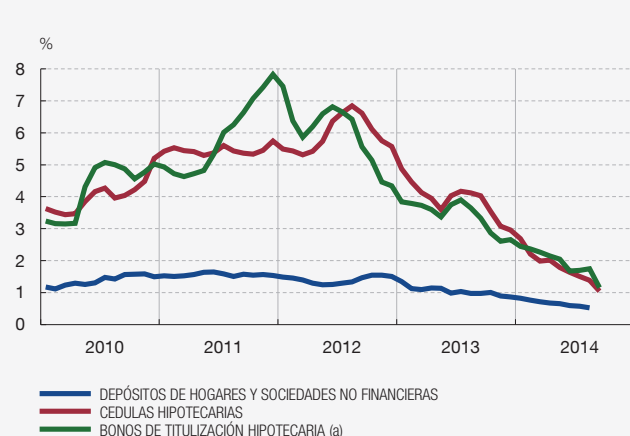
1 PRIMA DE LOS CDS A CINCO AÑOS. EMPRESAS NO FINANCIERAS



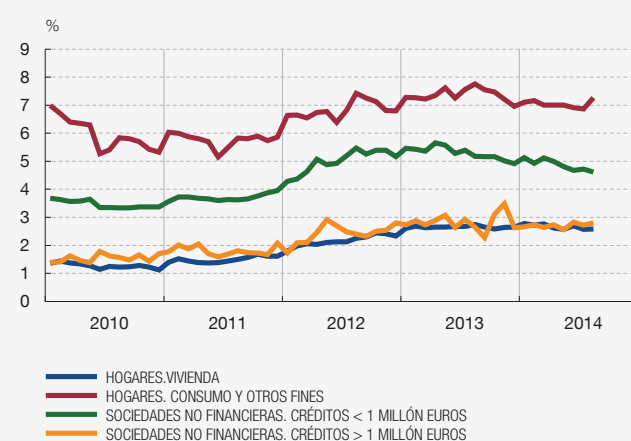
2 PRIMA DE LOS CDS A CINCO AÑOS. EMPRESAS FINANCIERAS



3 COSTE DE FINANCIACIÓN DE ENTIDADES DE CRÉDITO



4 DIFERENCIAL ENTRE LOS TIPOS DE INTERÉS DE CRÉDITO BANCARIO Y LAS RENTABILIDADES INTERBANCARIAS DE REFERENCIA



5 VARIACIÓN DE LAS CONDICIONES Y CRITERIOS DE APROBACIÓN DE PRÉSTAMOS BANCARIOS. EPB



6 NUEVAS OPERACIONES PRÉSTAMOS BANCARIOS (Crecimiento interanual del dato acumulado de tres meses)



FUENTES: Datastream y Banco de España.

- a Promedio del tipo de interés de los tramos sénior de titulaciones hipotecarias españolas.
- b Promedio de las variaciones de los criterios de aprobación de préstamos a empresas (pymes y grandes) y a familias (vivienda y consumo y otros fines).
- c Definido como el promedio de las respuestas de los bancos españoles a la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del Eurosistema a las preguntas relativas a las condiciones de financiación en los distintos segmentos (dichas condiciones incluyen, entre otras, el margen a los préstamos ordinarios y a los de mayor riesgo, las garantías requeridas y el plazo de vencimiento).

vios a la publicación de este informe introduce alguna incertidumbre, cuyo alcance, sin embargo, todavía no se puede valorar.

En el mercado de deuda pública española, las condiciones para la captación de fondos han mejorado sustancialmente, como reflejan los descensos de las rentabilidades negociadas en los mercados secundarios de estos títulos y del diferencial con respecto a la referencia alemana a los mismos plazos. En concreto, el tipo de interés del bono a diez años y su diferencial con el alemán con vencimiento similar se situaban a mediados de octubre en torno al 2,1 % y 124 pb, respectivamente, 58 pb y 17 pb por debajo de los niveles de finales de junio, acumulando descensos de 551 pb y 511 pb, respectivamente, desde los valores máximos alcanzados en julio de 2012 (véase panel superior derecho del gráfico 23 de este informe).

La mejoría de las condiciones de financiación en los mercados de deuda pública se ha ido trasladando progresivamente a los agentes privados, aunque a ritmos desiguales. Así, las primas de los seguros de riesgo crediticio (CDS, en inglés) de los valores emitidos por las empresas no financieras y los bancos, que protegen al inversor frente a un impago de deuda, se han reducido sustancialmente desde mediados de 2012, convergiendo, de este modo, a niveles próximos a los del promedio de la UEM (aunque siguen estando ligeramente por encima de ellos) (véanse paneles 1 y 2 del gráfico adjunto). Asimismo, también se han reducido los tipos de interés de las cédulas y de los bonos de titulación de activos, y, desde finales de 2012, también los de los depósitos, componente principal de los pasivos de las entidades de crédito (véase panel 3 del gráfico).

Asimismo, la traslación de los impulsos monetarios expansivos al coste del crédito bancario se está produciendo, aunque con un mayor retardo y, por el momento, de forma incompleta. Hasta mediados de 2013 solamente se había reducido el tipo de interés de los créditos para adquisición de vivienda. A partir de dicha fecha, las disminuciones se extendieron a los segmentos de mayor riesgo y fueron algo más elevadas que las de las rentabilidades interbancarias, reduciéndose el diferencial entre ambas, que había aumentado significativamente durante 2010-2012¹ (véase panel 3 del gráfico adjunto). Así, en los préstamos destinados a los hogares para consumo y otros fines distintos de la adquisición de viviendas y a las empresas por importes inferiores a un millón de euros (segmento en el que se concentran las operaciones de las pymes), dichos diferenciales han descendido en torno a 50 pb y 100 pb, respectivamente desde sus registros máximos de 2013. En cualquier caso, el coste de la financiación bancaria continúa siendo alto para el tono expansivo de la política monetaria.

En la misma línea, las respuestas de las entidades de crédito a la Encuesta sobre Préstamos Bancarios revelan que, tras el significativo endurecimiento de los criterios de aprobación de nuevas operaciones entre 2007 y 2012, dichos criterios apenas habrían variado en 2013, empezando a verse signos de ligera relajación en algunos segmentos específicos desde finales de 2013 (en concreto, en los préstamos a pymes y a hogares para consumo y otros fines). Asimismo, de acuerdo con esta misma fuente, las condiciones de financiación también habrían mostrado, en conjunto, una cierta relajación recientemente (véase panel 5 del gráfico adjunto). Similares resultados se observan en la última ola de la encuesta de acceso a la financiación de las pymes en el área del euro (SAFE, por sus siglas en inglés) que realiza el Banco Central Europeo y que cubre el período comprendido entre octubre de 2013 y marzo de 2014. Así, por primera vez desde 2009 en que se comenzó a hacer la encuesta, la proporción de pymes españolas que percibieron una mayor disponibilidad de préstamos bancarios superó a la de aquellas que informaron de un deterioro en este aspecto².

En sintonía con esta mejora en el acceso a la financiación bancaria, las nuevas operaciones de crédito al sector privado han mostrado un mayor dinamismo desde comienzos de 2014 en la mayoría de segmentos. Así, el flujo de nuevos préstamos a los hogares ha presentado, desde principios de año, una tasa de avance interanual positiva, tanto en el caso de los destinados a adquisición de vivienda como en los de consumo y otros fines. En el caso de las empresas, la recuperación se concentra en las operaciones de menos de un millón de euros, mientras que en aquellas de cuantía superior a este importe (utilizadas fundamentalmente por las grandes empresas, con acceso a otras fuentes de financiación alternativas al crédito bancario) continúa observándose una reducción del volumen de nuevas operaciones, aunque las tasas de descenso se han moderado en los últimos meses (véase panel 6 del gráfico adjunto).

En definitiva, los datos más recientes evidencian una mejora de las condiciones de financiación de los sectores público y privado. Los descensos en los costes de financiación son más evidentes en los mercados mayoristas, donde los diferenciales con el promedio de la UEM se han estrechado considerablemente, mientras que en el caso de los préstamos bancarios han sido, por el momento, más modestos. La mejora que, aunque moderada, han registrado las condiciones de financiación bancaria habría favorecido la recuperación de las nuevas operaciones crediticias desde comienzos de 2014.

1 Para más detalles sobre la evolución de estos diferenciales y de los factores explicativos de su evolución, véase I. Fuentes (2014), «Un análisis desagregado de los factores explicativos del aumento de los diferenciales de los tipos de interés del crédito en España durante la crisis», *Boletín Económico*, octubre, Banco de España.

2 Para más detalles, véase recuadro «Evolución reciente del acceso a la financiación bancaria de las pymes españolas», en el «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España, 2014, pp. 56 y 57.

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 9

Porcentaje del PIB (a)

	2009	2010	2011	2012	2013			2014	
					II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
Economía nacional	-4,1	-3,5	-3,1	0,0	1,7	1,9	2,0	1,6	1,0
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	5,0	4,8	4,3	3,6	5,5	6,0	6,7	5,7	5,1
Sociedades no financieras	0,6	1,4	1,1	0,6	1,8	1,7	3,0	2,8	2,4
Hogares e ISFLSH	4,4	3,4	3,2	3,0	3,7	4,3	3,7	2,9	2,6
Instituciones financieras	1,8	1,1	2,0	6,7	5,9	5,2	2,1	2,4	2,2
Administraciones Públicas	-11,0	-9,4	-9,4	-10,3	-9,6	-9,3	-6,8	-6,5	-6,3
Pro memoria									
Brecha de financiación de sociedades no financieras (b)	0,9	-2,4	-0,3	0,0	0,1	0,0	0,7	1,0	0,2

FUENTE: Banco de España.

a La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

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

con los datos de la Central de Balances Trimestral (CBT), entre abril y junio se elevaron las rentabilidades de las compañías de esta muestra. Los datos de avance del tercer trimestre apuntan a que durante este período se habrían seguido reduciendo las ratios de endeudamiento y carga financiera del sector privado no financiero.

En el caso de las AAPP, la expansión de los pasivos derivó en un nuevo incremento de la ratio de endeudamiento, que alcanzó el 96,3 % del PIB en el segundo trimestre del año, mientras que el descenso en los costes de financiación permitió que la carga financiera se mantuviera en el 3,4 % del PIB. La información más reciente, correspondiente a agosto, muestra una moderación del crecimiento interanual de la financiación de este sector.

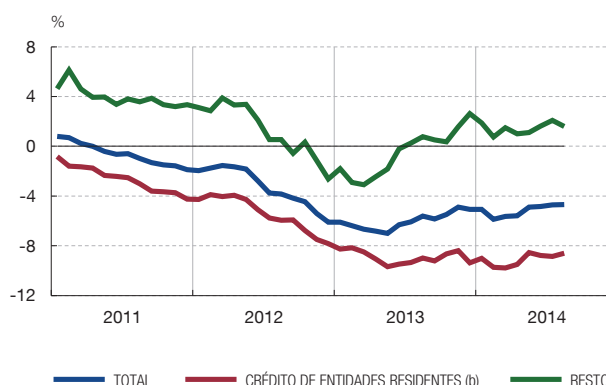
De acuerdo con los datos de la Balanza de Pagos, en el segundo trimestre se produjo una entrada neta de fondos en la economía española (excluyendo al Banco de España), ya que el aumento de los pasivos emitidos por residentes en manos del resto del mundo fue superior a la inversión de los agentes nacionales en activos foráneos. Esta evolución, unida a la capacidad de financiación que presentó la nación del 0,5 % del PIB (1 % en términos acumulados de cuatro trimestres) (véase cuadro 9), se tradujo en una reducción de la posición deudora del Banco de España frente al resto del mundo. La información provisional de julio muestra, en cambio, un incremento en dicho saldo.

En resumen, en el tercer trimestre se prolongó la pauta de mejoría de las condiciones en los mercados financieros mayoristas, comportamiento que se ha interrumpido, sin embargo, en la parte transcurrida de octubre como resultado de un episodio de tensionamiento de los mercados, ligado a los temores sobre la coyuntura mundial y la recuperación del área del euro, cuyo alcance es prematuro valorar. Hasta ese momento, la evolución de las condiciones financieras propició un descenso de los tipos de interés del crédito bancario, si bien continúan en niveles altos para el tono expansivo de la política monetaria. La mejora de las condiciones de acceso al crédito y la mayor demanda de fondos contribuyeron a elevar los volúmenes de las nuevas operaciones y a avanzar en el proceso de recomposición sectorial y entre agentes del endeudamiento agregado, que siguió contrayéndose condicionado por la necesidad de corrección de los elevados niveles que todavía presenta. Finalmente, la información más reciente evidencia un cierto fortalecimiento de la posición patrimonial del sector privado no financiero.

CRÉDITO A HOGARES. TASAS INTERANUALES



FINANCIACIÓN A SOCIEDADES. TASAS INTERANUALES



FUENTE: Banco de España.

a El crédito incluye la titulización fuera de balance y los préstamos transferidos a la Sareb.

b Préstamos de entidades de crédito residentes y establecimientos financieros de crédito.

5.2 El sector hogares

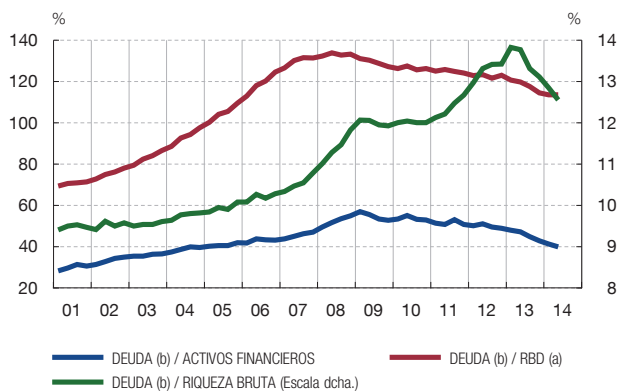
El tipo de interés de los préstamos a familias para adquisición de vivienda se redujo en 22 pb entre junio y agosto (último dato disponible), hasta el 3,1 %. En cambio, el coste de los fondos destinados a consumo y otros fines, que presenta una mayor volatilidad y está más afectado por factores estacionales, aumentó en 31 pb, hasta el 7,5 %.

El ritmo de descenso interanual del crédito bancario a hogares apenas varió con respecto a junio, situándose en agosto en el 4,5 % (véase gráfico 24). El desglose por finalidades revela que el retroceso del crédito para adquisición de vivienda se moderó ligeramente (3,8 %, frente al 4 % de dos meses antes), mientras que, en contraposición, el destinado a consumo y otros fines presentó un descenso más acusado (del 6,7 %, frente al 5,9 % de junio). En ambos segmentos, el volumen de nuevas operaciones aumentó, en términos interanuales, durante julio y agosto, y lo hizo a tasas superiores a las del trimestre anterior.

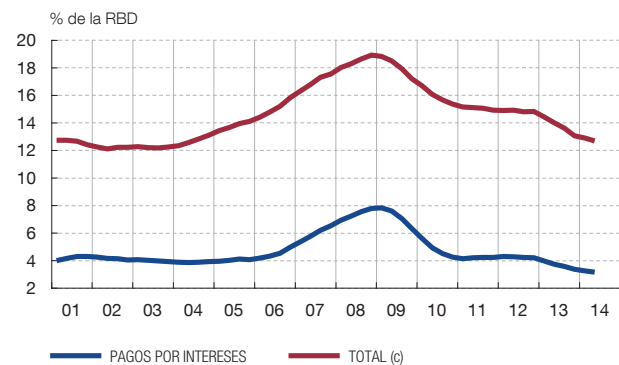
Los datos disponibles más recientes, referidos al segundo trimestre de 2014, muestran, en conjunto, una cierta mejora de la situación patrimonial de los hogares. Así, la ratio de endeudamiento en relación con la RBD se mantuvo en niveles similares a los del primer trimestre, ya que la contracción de la deuda fue compensada por la disminución de las rentas (véase gráfico 25). Además, el menor endeudamiento de las familias, unido a los menores pagos por intereses, permitió que la carga financiera experimentara un nuevo retroceso. Por último, la riqueza neta de las familias aumentó, como resultado tanto del incremento de sus activos financieros netos como de la revaloración del patrimonio inmobiliario, mientras que la capacidad de ahorro del sector, una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de la deuda, se redujo.

De acuerdo con la información procedente de las cuentas financieras, en el segundo trimestre los hogares incrementaron sus tenencias de activos, tras la moderada desinversión que habían efectuado en los tres primeros meses del año. De este modo, en términos acumulados de cuatro trimestres, las compras de este tipo de instrumentos se incrementaron 0,9 pp, hasta el 1,4 % del PIB (véase cuadro 10). La inversión se concentró en los fondos de inversión (el flujo de recursos canalizado a través de estos activos se incrementó por cuarto trimestre consecutivo, hasta alcanzar el 3,2 % del PIB) y en los depósitos (2,1 % del PIB). Por el contrario, los hogares disminuyeron sus tenencias de valores de renta fija por un volumen equivalente al 0,7 % del PIB.

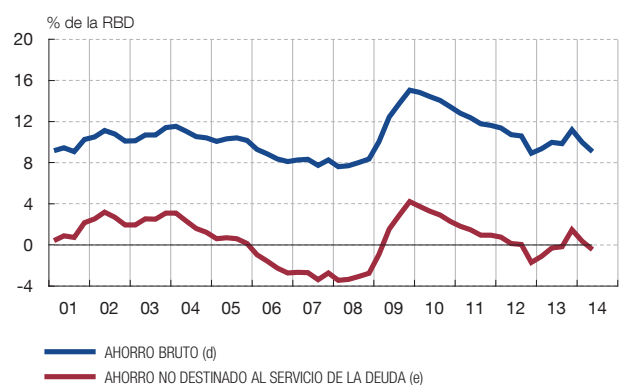
RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



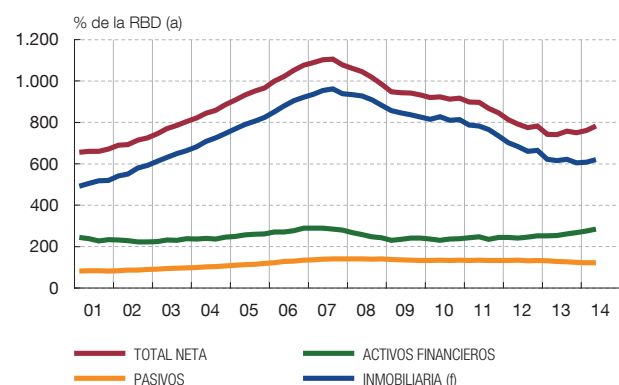
CARGA FINANCIERA (a)



AHORRO (a)



RIQUEZA



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

5.3 El sector de sociedades no financieras

Entre junio y agosto, el tipo de interés del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras se redujo ligeramente, tanto en el caso de las operaciones de importe inferior a un millón de euros (11 pb, hasta el 4,8%) como en las de cuantía superior a este volumen (7 pb, hasta el 3%). También descendió en el conjunto del trimestre el coste de las otras fuentes de financiación. Así, el asociado a las emisiones de renta fija a largo plazo disminuyó 42 pb, hasta el 2,7%; el de los recursos propios, 41 pb, hasta el 9,5%; y el de los pagarés, 16 pb, hasta el 1,1%.

La caída interanual de la financiación ajena de las sociedades no financieras se mantuvo en agosto en tasas similares a las de finales del segundo trimestre (4,7%). El desglose por instrumentos muestra un descenso de los préstamos bancarios concedidos por las entidades residentes algo menor que en junio (del 8,6%, frente al 8,8%) (véase gráfico 24), y una moderación del ritmo de expansión de los valores de renta fija (0,8%, frente al 3,1% de dos meses antes). A pesar de las escasas variaciones que ha presentado el ritmo de contracción interanual del crédito bancario entre junio y agosto, los volúmenes brutos de las nuevas operaciones volvieron a aumentar, en términos interanuales, en el segmento de las operaciones inferiores a un millón de euros, como consecuencia de una cierta

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

CUADRO 10

Porcentaje del PIB (a)

	2010	2011	2012	2013	2014	
				IV TR	I TR	II TR
Hogares e ISFLSH						
Operaciones financieras (activos)	4,0	1,9	0,1	0,4	0,5	1,4
Efectivo	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,5	-0,6
Depósitos	2,2	0,1	0,6	2,6	1,3	0,5
Valores de renta fija (b)	1,3	1,7	-1,8	-4,0	-2,7	-1,5
Acciones y otras participaciones (c)	0,4	0,6	2,5	0,8	0,5	-0,5
Fondos de inversión	-1,4	-0,4	-0,8	1,6	1,9	2,4
Reservas técnicas de seguros	0,5	0,0	0,3	0,8	0,8	0,8
<i>De las cuales:</i>						
De vida	0,2	0,7	0,2	0,7	0,8	0,8
De jubilación	0,2	-0,2	0,1	0,1	-0,1	0,0
Resto	1,0	0,1	-0,4	-0,9	-0,8	0,3
Operaciones financieras (pasivos)	0,6	-1,3	-2,9	-3,3	-2,4	-1,2
Créditos de instituciones financieras residentes (d)	0,1	-2,0	-3,3	-4,0	-3,7	-3,4
Créditos para adquisición de vivienda (d)	0,2	0,6	0,6	0,1	-0,4	-0,3
Créditos para consumo y otros fines (d)	-0,3	-0,4	0,5	-0,8	-0,6	-0,6
Resto	0,5	0,7	0,4	0,7	1,3	2,3
Sociedades no financieras						
Operaciones financieras (activos)	7,5	0,4	-7,0	-5,9	-5,9	-3,5
Efectivo	0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1
Depósitos	0,0	-1,9	-0,6	1,5	1,4	1,5
Valores de renta fija (b)	2,0	1,2	0,1	-1,1	-0,6	-0,8
Acciones y otras participaciones	2,7	0,0	0,4	1,7	1,2	1,1
<i>De las cuales:</i>						
Frente al resto del mundo	3,0	0,2	-0,1	1,9	1,2	1,2
Crédito comercial e interempresas	1,7	-1,4	-6,4	-7,8	-8,5	-6,7
Resto	1,1	2,4	-0,4	0,0	0,6	1,4
Operaciones financieras (pasivos)	6,1	-0,7	-7,6	-8,8	-8,8	-6,0
Créditos de instituciones financieras residentes (d)	-1,2	-3,4	-6,0	-6,6	-6,4	-5,6
Préstamos exteriores	0,9	0,6	-1,3	-0,5	-0,1	-0,2
Valores de renta fija (e)	0,7	0,5	0,9	0,5	0,1	0,2
Acciones y otras participaciones	2,8	3,4	4,3	3,4	2,9	2,5
Crédito comercial e interempresas	2,0	-2,3	-5,7	-8,2	-8,1	-6,2
Resto	1,0	0,4	0,2	2,5	2,8	3,2
Pro memoria: Tasas de crecimiento interanual (%)						
Financiación (f)	0,5	-2,1	-5,2	-5,1	-5,3	-4,7
Hogares e ISFLSH	0,2	-2,4	-3,8	-5,1	-4,8	-4,4
Sociedades no financieras	0,7	-1,9	-6,1	-5,1	-5,6	-4,8

FUENTE: Banco de España.

a La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

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

c Excluye los fondos de inversión.

d Incluye los créditos titulizados fuera de balance.

e Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

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

mejora de las condiciones de acceso al crédito, especialmente para las pymes, y de un aumento de la demanda de fondos.

La información más reciente del crédito por finalidades, referida al segundo trimestre, muestra una moderación en el ritmo de retroceso interanual de esta fuente de financiación en la mayoría de ramas de actividad, con la principal excepción del sector inmobiliario, que es el que acumuló un mayor sobreendeudamiento. Así, la financiación bancaria se redujo, en términos interanuales, un 9,2 % en la industria, un 10,9 % en la construcción y

un 2,8 % en el resto de servicios —tras las caídas del 10,4 %, 12,7 % y 4,5 %, respectivamente, en el primer trimestre—, mientras que en los servicios inmobiliarios la contracción se intensificó, hasta alcanzar el 15,1 % (frente al 13,4 % de marzo).

Los datos más recientes del desglose por tamaño apuntan a que el ritmo de contracción del crédito para las pymes que operan en sectores distintos a la construcción y los servicios inmobiliarios se moderó entre junio y agosto, mientras que se acentuó algo en aquellas que operan en estas dos ramas de actividad.

Por su parte, la información microeconómica muestra que la proporción de empresas para las que el crédito bancario no se contrae siguió aumentando en la parte transcurrida de 2014, lo que evidencia una intensificación del proceso de reasignación del crédito dentro del sector empresarial. Las compañías que se encuentran en esta situación se caracterizan por presentar una posición financiera más favorable y un mayor dinamismo de su actividad en comparación con aquellas otras que están inmersas en procesos de desendeudamiento⁵.

La información más reciente de las cuentas financieras, referida al segundo trimestre, muestra que, en términos acumulados de cuatro trimestres, el ahorro financiero neto de las sociedades no financieras se redujo 0,4 pp, situándose en el 2,4 % del PIB (véase cuadro 9). Esta evolución, junto con el aumento de las adquisiciones en el resto del mundo, se tradujo en una reducción de la brecha de financiación (que aproxima el exceso de recursos disponible tras cubrir la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente), que, en términos acumulados de doce meses, se situó en el 0,2 % del PIB, frente al 1 % de marzo.

Los indicadores de posición patrimonial del sector de sociedades no financieras evidencian una mejoría durante el segundo trimestre (última información disponible). Así, la ratio de endeudamiento en relación con el PIB continuó reduciéndose gracias al avance del producto y a la caída de los recursos ajenos, mientras que la carga financiera apenas varió (véase gráfico 26). Para la muestra de sociedades colaboradoras con la CBT, prosiguió la mejoría de los resultados, de modo que las rentabilidades de los recursos propios y del activo neto se elevaron, hasta alcanzar el 4,8 % y el 4,2 %, respectivamente (0,7 pp y 0,4 pp por encima de las ratios de 2013, respectivamente). Por otra parte, la contracción de la deuda, unida a la recuperación de los excedentes empresariales y al retroceso del coste medio de los pasivos, se tradujo en una nueva reducción de las ratios de endeudamiento —tanto respecto al activo total como sobre las rentas generadas— y de carga financiera por intereses de las empresas de esta muestra. En línea con esta evolución, los indicadores sintéticos de presión financiera sobre el empleo y, especialmente, sobre la inversión descendieron en el segundo trimestre.

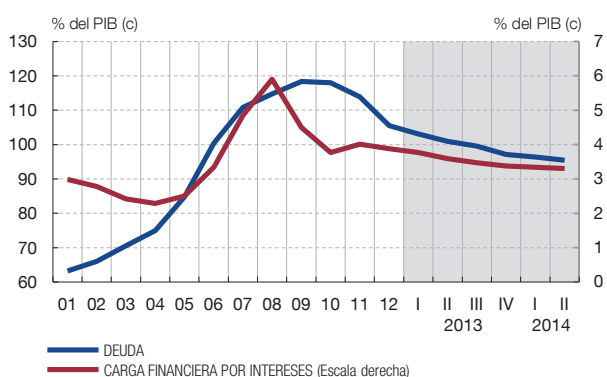
5.4 Las Administraciones Públicas

De acuerdo con los datos de las cuentas financieras, en el segundo trimestre del año las AAPP redujeron ligeramente sus necesidades de financiación en términos acumulados de cuatro trimestres, hasta el 6,3 % del PIB (frente al 6,5 % del período enero-marzo) (véase cuadro 9).

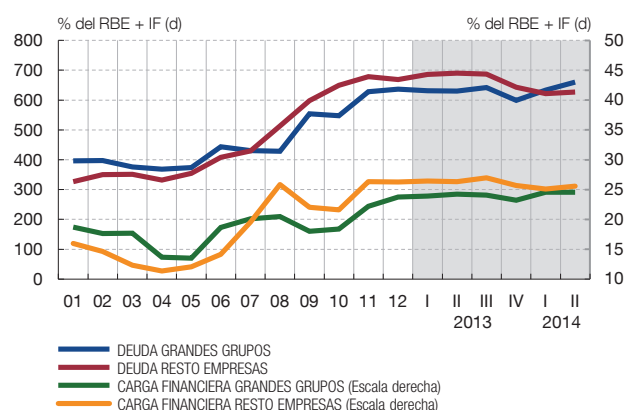
El desglose por instrumentos muestra que las AAPP volvieron a captar la mayor parte de su financiación a través de la emisión de bonos y obligaciones, que alcanzó un importe

⁵ Para más detalles, véase Martínez, Menéndez y Mulino (2014), «Un análisis desagregado de la evolución reciente del crédito empresarial», *Boletín Económico*, junio, Banco de España.

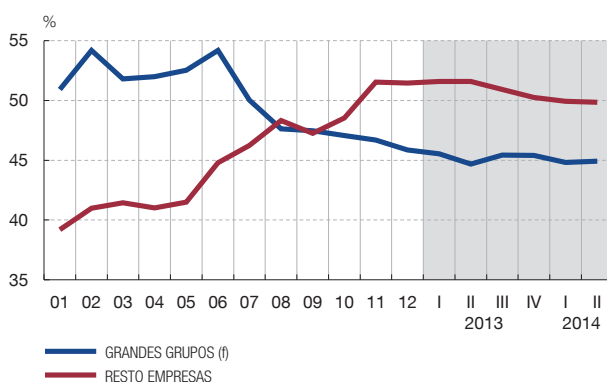
DEUDA (b) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CUENTAS NACIONALES



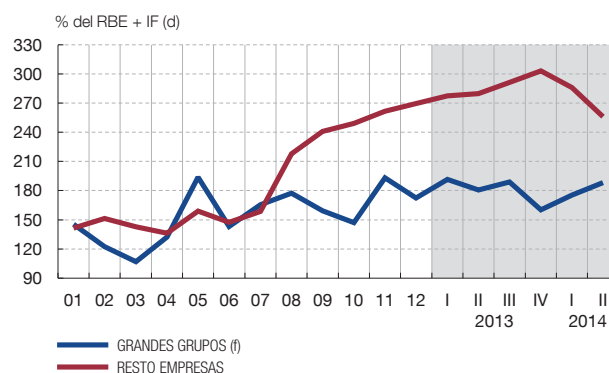
DEUDA (b) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CENTRAL DE BALANCES



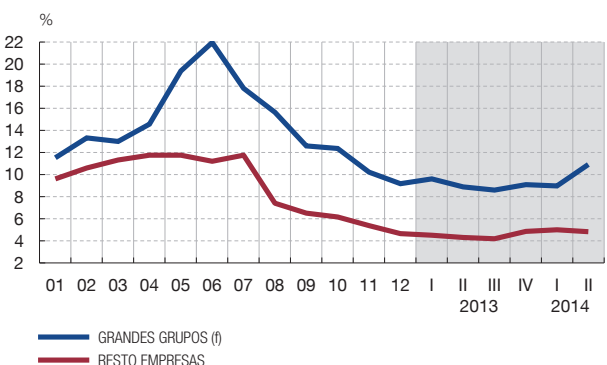
DEUDA (b) / ACTIVO (e). CENTRAL DE BALANCES



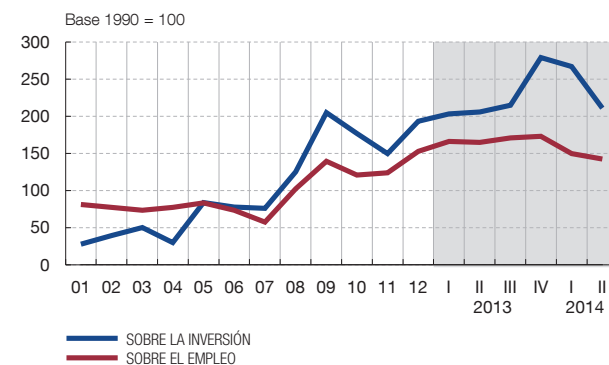
CARGA FINANCIERA TOTAL (g). CENTRAL DE BALANCES



RON / RECURSOS PROPIOS. CENTRAL DE BALANCES



INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (h)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

b Recursos ajenos con coste.

c La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

d Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.

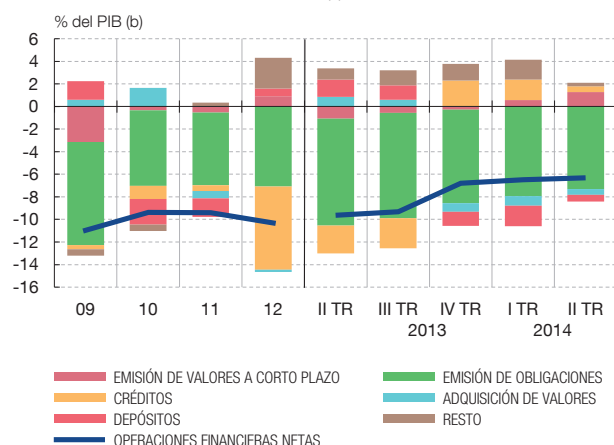
e Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.

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

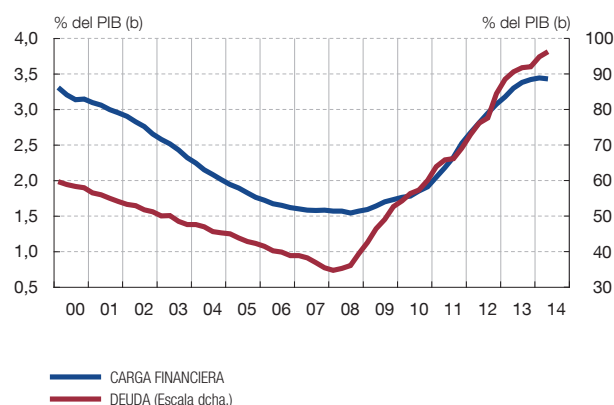
g Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.

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

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS.
CONTRIBUCIONES POR INSTRUMENTOS (a)



CARGA FINANCIERA POR INTERESES Y RATIO DE DEUDA



FUENTE: Banco de España.

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

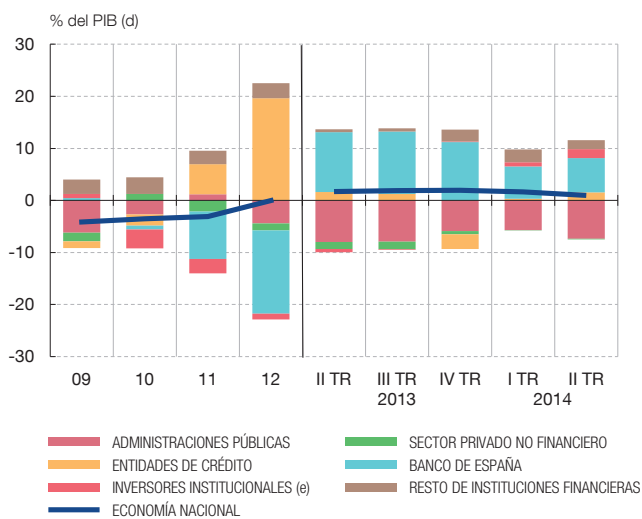
equivalente al 10,2 % del PIB trimestral, 2,4 pp menos que en marzo. En términos acumulados de doce meses, las emisiones ascendieron al 7,3 % del producto, frente al 7,9 % del primer trimestre (véase gráfico 27). Asimismo, el saldo de valores de corto plazo y, en menor medida, de los créditos se redujo con respecto a marzo, por unos volúmenes equivalentes al 3 % y al 0,3 % del PIB trimestral, respectivamente. Por lo que respecta a los activos, las AAPP incrementaron por segundo trimestre consecutivo sus tenencias de depósitos y de valores de renta fija (por unos volúmenes equivalentes al 3,7 % y al 0,7 % del PIB trimestral, respectivamente), aunque en términos acumulados de cuatro trimestres se observaron retrocesos en ambas partidas.

La expansión de la deuda se tradujo en un nuevo incremento de la ratio de endeudamiento de las AAPP, que alcanzó el 96,3 % del PIB en el segundo trimestre del año, 1,5 pp superior a la de marzo. No obstante, el descenso en los costes de financiación permitió que la carga financiera se mantuviese por cuarto trimestre consecutivo en el 3,4 % del PIB. La información más reciente, correspondiente a agosto, muestra una ralentización de la financiación del sector, de modo que la tasa de crecimiento interanual pasó a situarse en el 6,1 %, 0,4 pp menos que en junio. Por instrumentos, esta evolución respondió a la intensificación de la caída de los valores a corto plazo (del 13,4 %, frente a la disminución del 10 % de junio) y, en menor medida, del crédito (del 2,3 %, frente a la del 1,6 % de finales del segundo trimestre), mientras que, por el contrario, la tasa de expansión de los valores a largo plazo se incrementó ligeramente, hasta el 11,3 %. Durante julio y agosto se produjeron, en conjunto, amortizaciones netas de valores del Estado, con caídas de las tenencias de los no residentes y del sector privado no financiero, que fueron solo parcialmente compensadas por las compras netas que realizaron las instituciones financieras nacionales.

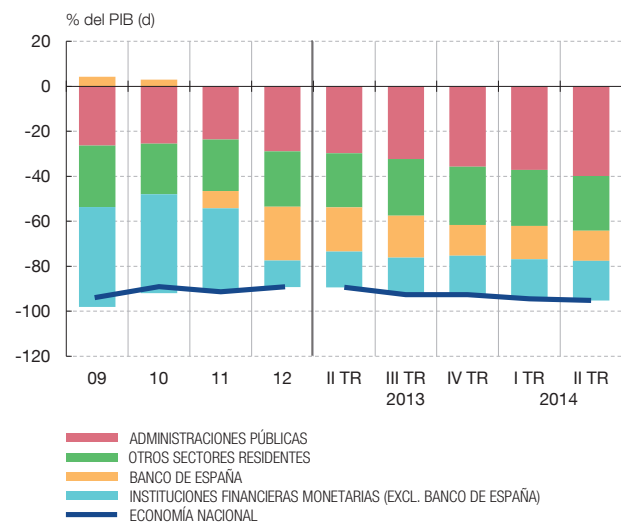
5.5 La posición financiera frente al exterior

De acuerdo con los datos más recientes de las cuentas financieras, la economía española presentó en el segundo trimestre una capacidad de financiación del 0,5 % del PIB trimestral, tras haber necesitado fondos del exterior en el período enero-marzo por un importe equivalente al 2,5 % del PIB. De esta forma, en términos acumulados de cuatro trimestres,

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS (b)



ACTIVOS FINANCIEROS NETOS (c)



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 Los datos a partir de 2012 son los correspondientes a la nueva información de Balanza de Pagos.
 d La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.
 e Empresas de seguro e instituciones de inversión colectiva.

el ahorro financiero neto de la nación se redujo 0,6 pp, hasta el 1 % del PIB (véase cuadro 9). Esta evolución fue el resultado, por un lado, de la reducción del saldo acreedor de los hogares, de las sociedades no financieras y de las instituciones financieras y, por otro, de las menores necesidades de financiación de las AAPP.

En el segundo trimestre se produjo una entrada neta de fondos en la economía española (excluyendo al Banco de España), ya que el aumento de los pasivos emitidos por residentes en manos del resto del mundo fue superior al incremento de las tenencias de los agentes nacionales de activos emitidos en el exterior. Esta evolución, unida a la capacidad de financiación que presentó la nación, se reflejó en un nuevo descenso de la posición deudora frente al exterior del Banco de España, por un importe equivalente al 1,6 % del PIB (véase gráfico 28).

La inversión que realizaron los no residentes en la economía española (excluido el Banco de España) se canalizó en gran medida a través de valores de renta fija emitidos por las AAPP (6 % del PIB del trimestre, cifra que se eleva hasta el 7,7 % en términos acumulados de cuatro trimestres) y de acciones y participaciones emitidas por residentes (4,4 % del PIB del trimestre, y un 4 % en términos acumulados de doce meses) (véase cuadro 11). En contraposición, disminuyó el saldo de financiación neta (es decir, descontando los fondos prestados al exterior) captada por las entidades de crédito en el mercado interbancario y a través de cámaras de contrapartida central, por un importe equivalente al 6,2 % del PIB trimestral (3,2 % del PIB en términos anuales). Por su parte, la posición deudora intrasistema del Banco de España se redujo por un volumen equivalente al 7,9 % del PIB trimestral (9,1 % en términos acumulados de cuatro trimestres). La inversión directa de los no residentes en España se redujo en 0,8 pp, hasta el 2,5 % del PIB trimestral, aunque en términos acumulados anuales se mantuvo en cifras similares a las del primer trimestre, en el 2,7 %.

OPERACIONES FINANCIERAS DE LA NACIÓN
Datos acumulados de cuatro trimestres

CUADRO 11

Porcentaje del PIB (a)

	2010	2011	2012	2013		2014	
				IV TR	I TR	II TR	
Operaciones financieras netas	-3,5	-3,1	0,0	2,0	1,6	1,0	
Operaciones financieras (activos)	-3,4	3,1	1,7	-6,1	-4,2	-1,4	
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Efectivo y depósitos	-1,8	-0,4	0,0	-4,1	-4,1	-1,8	
De los cuales:							
Interbancario entidades de crédito	-1,3	0,0	0,2	-4,2	-4,3	-1,8	
Valores distintos de acciones	-7,4	-1,7	-1,4	-3,3	-1,6	-1,1	
De los cuales:							
Entidades de crédito	-3,4	0,8	1,0	-2,0	-1,3	-1,1	
Inversores institucionales	-4,7	-2,6	-0,9	-0,6	0,0	0,6	
Acciones y otras participaciones	3,0	0,9	0,6	3,0	3,0	3,6	
De las cuales:							
Sociedades no financieras	3,0	0,2	-0,1	1,9	1,2	1,2	
Inversores institucionales	0,4	-0,5	-0,2	0,4	0,7	1,1	
Préstamos	1,4	2,1	1,8	0,3	0,3	0,2	
Operaciones financieras (pasivos)	0,1	6,2	1,7	-8,0	-5,8	-2,4	
Depósitos	-0,5	8,7	0,5	-15,0	-12,8	-12,2	
De los cuales:							
Interbancario entidades de crédito (b)	-7,2	-3,6	-5,2	-2,7	-4,8	-4,8	
Cesiones temporales entidades de crédito (c)	5,6	2,7	-8,0	0,3	-1,2	-0,2	
Interbancario Banco de España (posición intrasistema)	0,2	10,5	14,5	-13,0	-8,8	-9,1	
Valores distintos de acciones	-3,7	-7,2	-6,4	2,4	2,8	5,2	
De los cuales:							
Administraciones Públicas	1,9	-1,1	0,5	6,1	6,0	7,7	
Entidades de crédito	-2,8	-2,8	-4,6	-1,3	-1,0	-1,0	
Otras instituciones financieras no monetarias	-2,8	-3,3	-2,6	-2,5	-2,5	-1,7	
Acciones y otras participaciones	2,1	2,7	3,2	3,7	3,3	4,0	
De las cuales:							
Sociedades no financieras	2,3	2,7	2,8	3,1	2,3	2,6	
Préstamos	1,4	1,3	3,8	0,1	0,2	-0,1	
Otros neto (d)	-0,5	-1,7	0,1	2,6	2,5	3,0	
Pro memoria							
Inversión directa de España en el exterior	2,7	3,0	-0,4	1,9	2,3	2,5	
Inversión directa del exterior en España	2,8	2,2	1,8	3,0	2,8	2,7	

FUENTE: Banco de España.

a La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.

b Incluye operaciones *repo* bilaterales.

c Incluye las operaciones con cámaras de contrapartida central.

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

Los sectores residentes, por su parte, realizaron inversiones en el exterior por un valor del 3,3 % del PIB, si bien, en términos acumulados de cuatro trimestres, las tenencias de estos activos disminuyeron por un volumen equivalente al 1,4 % del producto. La adquisición de acciones y otras participaciones alcanzó el 5,2 % del PIB trimestral (3,6 %, en términos acumulados de doce meses), mientras que las tenencias de valores de renta fija se redujeron por un importe equivalente al 2 % del PIB (1,1 % del PIB entre julio de 2013 y junio de 2014). Por su parte, la inversión directa de España en el exterior disminuyó 2,2 pp, hasta el 2,3 % del PIB trimestral (2,5 % del producto en términos acumulados de doce meses).

A pesar de la capacidad de financiación que presentó la economía española en el segundo trimestre, su posición deudora neta frente al exterior aumentó 0,7 pp en relación con el PIB, hasta alcanzar el 95,2 % del PIB, de acuerdo con los datos de la posición de inversión internacional, lo que se explica por los efectos de valoración ligados a las variaciones en el precio de los activos y pasivos y en el tipo de cambio (véase gráfico 28). El detalle por sectores evidencia un aumento de la posición deudora de las AAPP y una reducción de la del resto de los agentes, excepto la de las instituciones financieras, que permaneció inalterada.

20.10.2014.

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

Introducción

La caracterización de la situación coyuntural de la economía y la proyección de su evolución futura constituyen tareas de especial relevancia desde la perspectiva de un banco central. En general, los ejercicios de proyección macroeconómica a corto y medio plazo parten de un esquema analítico que se apoya en una labor de síntesis de la información coyuntural más reciente y en el conocimiento estructural de la economía dentro del marco de las cuentas nacionales. En este artículo se presenta una herramienta para realizar previsiones de crecimiento del PIB a corto plazo, que se suma a otras empleadas con carácter interno en el Banco de España¹.

Existe una amplia gama de técnicas cuantitativas que permiten realizar previsiones de las variables macroeconómicas de interés, entre las que cobra particular relevancia el PIB, cada una de ellas con distintas ventajas y limitaciones. Una forma de clasificar las distintas técnicas disponibles para la proyección de esta variable en el corto plazo consiste en distinguir entre los enfoques directos —los que dan como resultado una proyección del PIB a partir de distintos indicadores de corto plazo— y los indirectos —aquellos en los que se proyectan los distintos componentes del producto por el lado de la demanda o de la oferta para ser agregados posteriormente²—.

En este artículo se resumen los aspectos más relevantes del BEST (*Banco de España Short-Term forecasting model*), un procedimiento de previsión directa del PIB. En concreto, a partir de un amplio conjunto de indicadores se ha estimado un número igualmente elevado de modelos multivariantes, del tipo vectorial autorregresivo, que incorporan el PIB y una serie de indicadores que se determina de acuerdo con criterios estadísticos. La agregación de los resultados de estos modelos da lugar a una proyección del PIB. El período para el que se evalúa la capacidad predictiva del modelo es el comprendido entre el primer trimestre de 2008 y el segundo de 2014, etapa dominada por la doble recesión de la economía española, que planteó retos importantes para la realización de proyecciones macroeconómicas.

Tras esta breve introducción, la estructura del artículo es la siguiente. En la segunda sección se presenta el conjunto de indicadores que forman parte de la base de datos utilizada. Posteriormente, se describe la estrategia de modelización empleada. En el cuarto apartado se analiza la calidad predictiva del procedimiento propuesto, comparando las proyecciones obtenidas a partir del modelo BEST con las que resultan de un modelo estadístico sencillo. La última sección del artículo presenta las principales conclusiones.

La base de datos

Para este trabajo se ha elaborado una base de datos de 133 indicadores económicos de naturaleza muy diversa, que incluye variables reales de actividad y demanda (tanto cuantitativas como cualitativas), de precios y financieras referidas a la economía española y a otras economías de interés. El período muestral empieza en el primer trimestre de 1995 y termina en el segundo de 2014. El criterio utilizado para la construcción de la base de

¹ Véase, por ejemplo, Camacho y Pérez Quirós (2011).

² Los distintos organismos que realizan de forma habitual previsiones utilizan aproximaciones distintas, e incluso, en muchos casos, el mismo organismo mantiene un conjunto más o menos amplio de modelos de predicción a corto plazo.

datos ha sido el de considerar todos aquellos indicadores económicos relevantes *a priori* en el análisis de la evolución del PIB. La inclusión de un determinado indicador en la base de datos ha de responder a tres criterios: en primer lugar, la disponibilidad de una serie temporal larga que permita su inclusión en un modelo econométrico; en segundo lugar, que su publicación tenga lugar con anterioridad a la difusión de la Contabilidad Nacional Trimestral; y, en tercer lugar, que su frecuencia sea mensual, de modo que resulte posible incorporar nueva información a lo largo del trimestre, si bien esto plantea algunas dificultades en la modelización, como se indica en el epígrafe siguiente.

En el proceso de selección de indicadores ha sido preciso salvar algunas dificultades. Así, con frecuencia, las series publicadas, a diferencia de lo que ocurre con el PIB, no están corregidas de estacionalidad y efectos calendario, lo que ha requerido la realización de estos ajustes, para lo cual se ha hecho uso de la metodología TRAMO-SEATS. Asimismo, algunos indicadores se refieren a variables nominales, por lo que ha sido preciso deflactarlos para que resulten informativos acerca de la evolución del producto en términos reales. Por último, el rango temporal disponible para algunas series era excesivamente corto. Para solventar este obstáculo se han utilizado técnicas estadísticas de retroproyección³.

Los indicadores de la base de datos están agrupados en siete bloques, atendiendo a su contenido económico y con el fin de facilitar una eventual predicción del PIB a partir de sus componentes. El cuadro 1 muestra estos bloques junto con una selección de los indicadores más representativos de cada uno de ellos y sus correlaciones con la variación intertrimestral del PIB para el conjunto de la muestra y para el período más reciente, que se inicia en el primer trimestre de 2008, más vinculado a la última crisis económica. Las correlaciones con el producto son particularmente elevadas en el caso de los indicadores de opinión y de actividad, y, por el contrario, reducidas cuando se trata de variables del sector público o de variables monetarias y financieras. Asimismo, se observa que, con carácter general, los distintos indicadores tienden a presentar correlaciones más elevadas con el PIB en el período 2008-2014. Para algunos indicadores, la correlación con el PIB del siguiente trimestre es mayor que la correlación contemporánea. En estos casos, la condición de indicador adelantado refuerza su utilidad para la previsión. En el gráfico 1 se representa una selección de las series temporales consideradas, donde se observa que la relación de los indicadores con el PIB varía a lo largo del tiempo, lo que justificaría la consideración *a priori* de un amplio conjunto de indicadores en los modelos de previsión.

La estrategia de modelización

A la hora de elegir la técnica econométrica más apropiada, el analista debe tomar decisiones de diferente naturaleza. En primer lugar, existe un amplio abanico de técnicas econométricas que se pueden usar en los ejercicios de previsión. En el BEST, se ha optado por utilizar la metodología VAR. Este tipo de modelos multivariantes suponen que cada variable depende tanto de su propio pasado como del pasado del resto de variables consideradas. Estos modelos se vienen utilizando en la predicción desde el trabajo pionero de Doan, Litterman y Sims (1984). Algunos trabajos más recientes [Camba-Méndez *et al.* (2001) y Rünstler *et al.* (2009)] han añadido indicadores coyunturales en modelos VAR bivariantes.

En este trabajo, los modelos VAR empleados incorporan el PIB y un conjunto de indicadores, cuyo número se determina en función de criterios estadísticos. En la práctica, los

³ Estas técnicas se basan en la construcción de series históricas del indicador a partir de los perfiles de indicadores similares.

Indicador (a)	I TR 1995 - II TR 2014		I TR 2008 - II TR 2014	
	Contemporáneo	Adelanto un trimestre	Contemporáneo	Adelanto un trimestre
1 Indicadores reales de demanda	0,39	0,38	0,32	0,37
Indicador sintético de consumo	0,64	0,64	0,56	0,41
Indicador sintético de equipo	0,60	0,67	0,59	0,74
Matriculación de vehículos de carga	0,44	0,54	0,38	0,59
Confianza servicios EC. Sintético	0,83	0,79	0,61	0,29
Importaciones de bienes intermedios	0,40	0,50	0,67	0,72
Exportación de bienes intermedios	0,23	0,32	0,49	0,57
2 Indicadores reales de actividad	0,60	0,56	0,53	0,47
Ventas totales AT. Industria	0,66	0,71	0,60	0,83
Consumo de energía eléctrica	0,84	0,72	0,67	0,29
IPI total	0,68	0,74	0,70	0,87
Ventas totales AT. Ventas actividades inmobiliarias	0,24	0,15	0,04	-0,21
IASS. Indicador actividad sector servicios	0,75	0,76	0,73	0,75
Afiliados medios totales	0,93	0,91	0,94	0,80
Ventas totales AT. Agricultura	0,11	0,00	0,32	0,21
Indicador sintético total actividad del Ministerio de Economía	0,79	0,85	0,73	0,85
3 Indicadores del sector público	0,33	0,41	0,35	0,47
Afiliados medios APEDUSAN (b)	0,53	0,48	0,27	0,05
Impuestos indirectos netos	0,20	0,10	0,23	0,04
4 Indicadores de opinión	0,52	0,51	0,53	0,55
PMI compuesto. Nuevos pedidos	0,48	0,49	0,65	0,65
Confianza comercio al por menor EC	0,84	0,87	0,59	0,64
Confianza industria EC. Actividad	0,80	0,85	0,51	0,67
PMI manufacturas. Expectativas de empleo	0,88	0,82	0,92	0,79
Confianza industria EC. Expectativas de empleo	0,71	0,69	0,06	0,08
PMI servicios. Actividad	0,89	0,88	0,82	0,88
5 Indicadores internacionales	0,46	0,52	0,35	0,42
Índice bursátil EUROSTOXX amplio	0,28	0,43	0,31	0,60
Competitividad de España frente a países UE-17 (con precios de consumo)	0,31	0,27	0,36	0,31
Sentimiento económico de la UEM	0,26	0,37	0,52	0,82
IPI Alemania	0,48	0,42	0,80	0,71
6 Indicadores de precios	0,49	0,48	0,49	0,51
IPC	0,42	0,34	0,49	0,25
Precio petróleo importado	0,32	0,23	0,78	0,51
7 Indicadores monetarios y financieros	0,62	0,63	0,65	0,66
Tipo euríbor a tres meses	0,42	0,30	-0,20	-0,42
Financiación a empresas y familias	0,70	0,66	-0,31	-0,50
Medios de pago	0,38	0,53	-0,22	0,21
Índice general de la Bolsa de Madrid	0,25	0,41	0,17	0,46

FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Competitividad, Ministerio de Trabajo y Seguridad Social, Intervención General de la Administración del Estado, Markit y Banco de España.

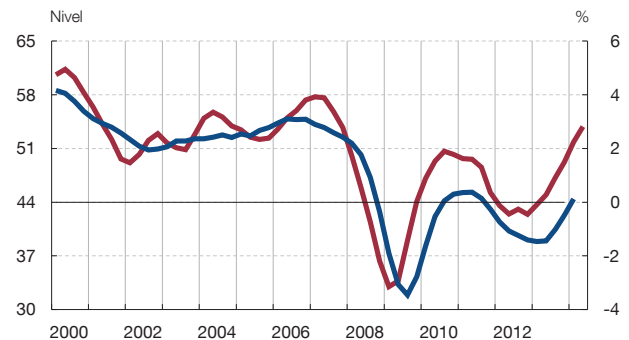
a Las correlaciones por áreas se computan como media de todos los indicadores disponibles asignados para cada área en la base de datos. Descomposición de los indicadores por áreas: demanda 27; actividad 38; sector público 3; opiniones 28; internacionales 8; precios 7; financieros y monetarios 22.
b APEDUSAN: administraciones públicas, educación y sanidad.

TASA DE VARIACIÓN DE MEDIAS MÓVILES DE TRES TRIMESTRES SOBRE LA DE LOS TRES TRIMESTRES ANTERIORES. INDICADORES EN TÉRMINOS REALES Y AJUSTADOS DE ESTACIONALIDAD, SALVO INDICACIÓN EN CONTRARIO

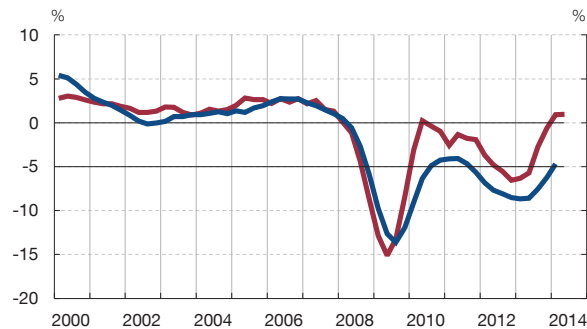
IPI TOTAL



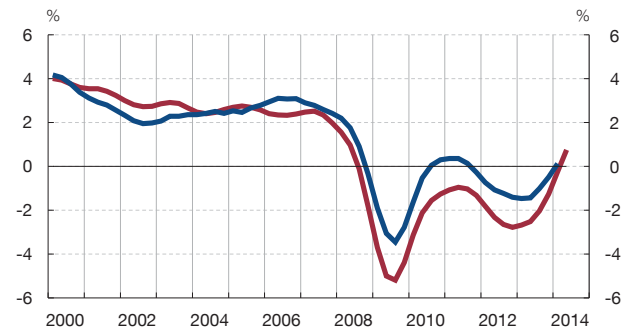
PMI COMPUESTO DE ACTIVIDAD (NIVELES)



INDICADOR DE ACTIVIDAD DEL SECTOR SERVICIOS (IAS)



AFILIADOS MEDIOS TOTALES



SENTIMIENTO ECONÓMICO DE LA UEM



FINANCIACIÓN A EMPRESAS Y FAMILIAS



— PIB (Escala dcha.) — INDICADOR

FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Competitividad, Ministerio de Trabajo y Seguridad Social, Markit y Banco de España.

indicadores se publican con anterioridad al PIB, por lo que resulta de provecho incorporar esta información más reciente en la estimación de la tasa de variación del PIB para el trimestre en curso (*nowcast*) o para el trimestre recién acabado (*backcast*). Con el fin de tener en cuenta esta información, en este trabajo se hace uso de las técnicas de predicción condicionada desarrolladas en Waggoner y Zha (1999). Intuitivamente, se parte de una predicción del PIB que no incorpora la información de los indicadores en el trimestre en

curso (previsión incondicional), modificándose esta de forma óptima a medida que se va recibiendo esa información coyuntural a lo largo del trimestre⁴.

La distinta frecuencia de los indicadores (mensual) y del PIB (trimestral) supone una dificultad en la modelización. En el BEST se ha optado por incluir previsiones mensuales de los indicadores para completar el trimestre en curso⁵. Esta es la práctica habitual de los institutos de estadística encargados de la estimación del PIB y de otros bancos centrales [Bell *et al.* (2014)]. De forma alternativa, se podrían emplear modelos con mezcla de distintas frecuencias (*mixed-frequency models*, en la terminología inglesa).

Una vez adoptada la estrategia de modelización, la siguiente decisión es la relativa a la selección de los indicadores más adecuados. En la práctica, la incorporación de variables adicionales en un modelo no siempre garantiza un mejor comportamiento predictivo. Por un lado, la inclusión de más indicadores permite, *a priori*, una mejor aproximación a la realidad. Pero, por otro lado, supone también un incremento del número de parámetros que se estiman, lo que puede reducir la precisión de las estimaciones y, por tanto, de las propias previsiones. De hecho, no hay consenso en la literatura sobre el número óptimo de variables que se deben considerar, coexistiendo modelos con un número muy elevado de indicadores junto a otros que contienen unas pocas variables. En este proyecto se ha optado por un enfoque intermedio: se utilizan modelos de tamaño reducido, para evitar estimar una cifra muy alta de parámetros, pero se estiman numerosos modelos, de forma que se pueda captar la información de un conjunto amplio de indicadores. Para seleccionar las variables incluidas en cada modelo se va de lo particular a lo general (*forward selection*), es decir, se va incluyendo en cada paso un indicador adicional [véase Bai y Ng (2008)]. En concreto, se parte de 133 modelos bivariantes (uno por cada indicador disponible) que incluyen el PIB junto a uno de los indicadores de la base de datos y se les van añadiendo variables adicionales de la base de datos hasta que introducir una nueva no aporte información adicional relevante al modelo. De este modo, cada uno de estos 133 modelos puede presentar un número de retardos y de desfases diferente.

El enfoque conlleva estimar 133 modelos y obtener sus correspondientes previsiones puntuales. Para resumir la información de estos modelos se pueden combinar sus resultados mediante algún criterio de ponderación. La literatura sobre combinación de predicciones es muy amplia y, en general, tiende a mostrar que la combinación de modelos con distintos conjuntos de información proporciona predicciones más precisas que un único modelo, ya que es menos probable que en el modelo derivado de la combinación de otros modelos existan variables omitidas y, además, este suele ser más robusto ante cambios estructurales.

De manera simplificada, existen dos enfoques generales para combinar las predicciones con el fin de utilizar la información de forma óptima. La primera consiste en eliminar aquellos modelos que tienen una capacidad predictiva menos satisfactoria, y la segunda, en ponderar cada modelo según alguna medida de su capacidad predictiva. En los ejercicios que se presentan a continuación se considera la media del 5 % de los modelos

4 Sin pérdida de generalidad, se puede considerar un modelo VAR con dos variables: el PIB y un indicador. La previsión incondicional depende de los retardos de ambas variables, ya que la esperanza del residuo es nula. Sin embargo, al conocer el indicador se dispone de una estimación del error de previsión cometido para aquel y, por lo tanto, la esperanza condicionada a esta nueva información del error para el PIB es distinta de cero.

5 Para ello se utilizan modelos de función de transferencia o modelos univariantes.

Modelo	I TR 2008 - II TR 2014	I TR 2008 - IV TR 2010	I TR 2011 - II TR 2014
Media simple	0,27	0,22	0,55
Media ponderada por el error cuadrático medio	0,29	0,26	0,54
Media del 5 % de los mejores modelos	0,22	0,19	0,47

FUENTE: Banco de España.

más precisos, así como la media ponderada por la inversa del error cuadrático medio⁶. Adicionalmente, se emplea la media simple.

Resultados

Para valorar el procedimiento BEST se ha realizado un ejercicio sencillo, en el que, para cada trimestre del período comprendido entre el primer trimestre de 2008 y el segundo de 2014, se computa el error de previsión de la tasa de variación intertrimestral del PIB, definido como la diferencia entre la estimación del INE y la proyección obtenida a partir de la información de los distintos indicadores que estaban disponibles en cada una de estas fechas, lo que se conoce en la literatura como «un ejercicio en *cuasi* tiempo real⁷». Como es habitual en este tipo de ejercicios, la bondad predictiva del modelo se compara con la de un modelo estadístico sencillo de referencia; en concreto, con la de un proceso autorregresivo de primer orden⁸. Adicionalmente, para valorar la precisión de las predicciones se muestran los resultados para los subperíodos mencionados.

El cuadro 2 muestra el error cuadrático medio (ECM) relativo al modelo sencillo para los tres procedimientos de combinación de predicciones que se han descrito. Valores superiores a la unidad de este cociente implican que el modelo univariante es más preciso que el BEST, mientras que valores inferiores a la unidad suponen que el BEST presenta una mayor capacidad predictiva.

La principal conclusión de este ejercicio es que el BEST, independientemente de la estrategia de combinación de predicciones considerada, es considerablemente más preciso que el modelo sencillo. Para el conjunto de la muestra, el error es entre un quinto y un tercio del modelo autorregresivo. Este resultado se mantiene para los diferentes períodos temporales considerados. Entre los diferentes procedimientos de combinación que se han empleado, destaca el promedio del 5 % de los mejores modelos, ya que muestra un error cuadrático medio menor que la media simple de todos los modelos o la media de los modelos ponderada por la inversa del error cuadrático medio. En concreto, con esta métrica, el error es prácticamente la quinta parte del asociado al modelo sencillo.

En los paneles superiores del gráfico 2 se presentan las diferentes predicciones realizadas para cada uno de los trimestres del subperíodo más reciente, junto con las estimaciones del crecimiento del PIB. Con la excepción del último trimestre de 2012, en el que infraestimó el retroceso del PIB⁹, por lo general los errores son reducidos, tanto en los períodos de desaceleración del PIB como en los de aceleración.

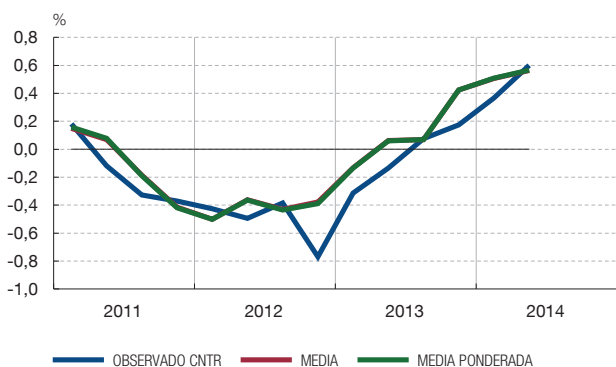
6 Para obtener estas ponderaciones se utiliza la información disponible en cada momento, de forma que se mantiene la naturaleza *pseudo real-time* del ejercicio.

7 El ejercicio es *cuasi* tiempo real porque no se consideran las revisiones que tienen las series a lo largo del tiempo. En todo caso, las revisiones en la mayoría de los indicadores son poco relevantes.

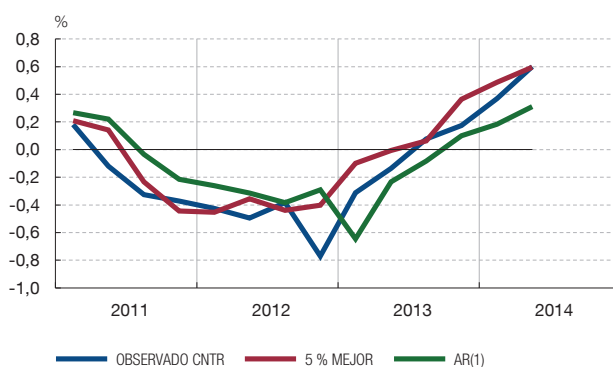
8 Para asegurar la coherencia del ejercicio, las previsiones se realizan reestimando el modelo cada trimestre con la información disponible en cada momento.

9 Hay que recordar que este trimestre supuso una sorpresa negativa muy acusada para la mayor parte de los analistas, ya que los indicadores coyunturales mostraron una evolución menos adversa que la del PIB.

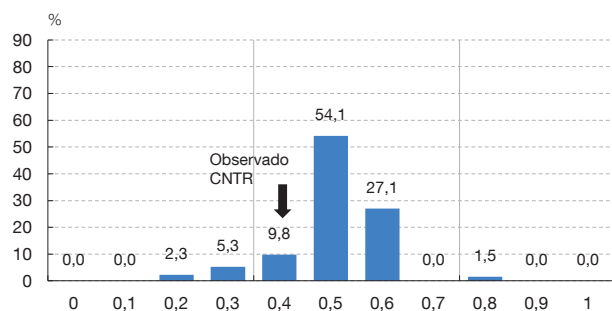
COMPARACIÓN DE DISTINTOS MODELOS DE PREVISIÓN



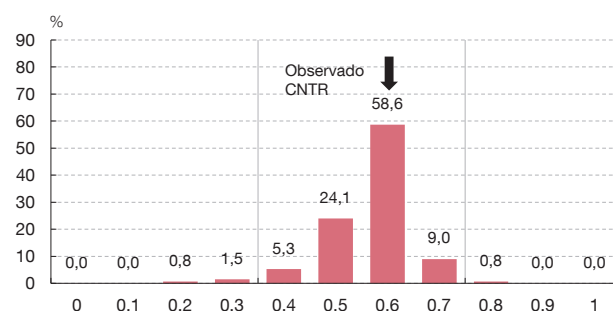
COMPARACIÓN DE DISTINTOS MODELOS DE PREVISIÓN



DISTRIBUCIÓN DE PREVISIONES PARA I TR 2014



DISTRIBUCIÓN DE PREVISIONES PARA II TR 2014



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Los tres procedimientos para combinar los resultados que se han presentado son un resumen de las proyecciones del conjunto de modelos estimados cada trimestre, pero el análisis de la distribución de estas predicciones contiene, en sí mismo, interés, en la medida en que permite ver si los diferentes modelos presentan resultados similares o divergentes. A modo de ejemplo, en los paneles inferiores del gráfico 2 se muestra la distribución de las previsiones para el primer y el segundo trimestres de 2014. En el caso del primer trimestre, la distribución de las predicciones apuntaba a un crecimiento aproximadamente una décima superior al observado¹⁰. En el del segundo trimestre de 2014 la mayor parte de los modelos proyectaron un crecimiento del PIB del 0,6 %, coincidente con la cifra estimada por el INE.

Conclusiones

En este artículo se presenta una herramienta para realizar previsiones de crecimiento del PIB a corto plazo, que se suma a otras empleadas de modo regular en el Banco de España. A diferencia de otras alternativas, este procedimiento incorpora un gran número de indicadores coyunturales, que se procesan de forma eficiente, y supone una aproximación novedosa en las técnicas de previsión desarrolladas en España. Para ello, se consideran 133 modelos vectoriales autorregresivos y se emplean técnicas de predicción condicionada que emplean un amplio volumen de información coyuntural reciente. Estos modelos son de tamaño reducido, al objeto de evitar estimar modelos con un elevado número de parámetros.

¹⁰ Por simplificación, en el grafico se ha redondeado al primer decimal la distribución de predicciones.

La evaluación realizada del procedimiento propuesto muestra un resultado prometedor, si bien se debe tener en cuenta que el período muestral considerado es todavía relativamente reducido. Asimismo, la próxima publicación de la serie trimestral del PIB de acuerdo con el Sistema Europeo de Cuentas Económicas Integradas (SEC-2010) hará necesaria una nueva evaluación de las propiedades de este procedimiento de proyección del PIB. Este procedimiento de previsión a corto plazo es susceptible de emplearse para la predicción de otras variables macroeconómicas de interés. En concreto, una extensión natural sería elaborar modelos para los diferentes componentes del PIB desde el punto de vista tanto de la demanda como de la oferta.

13.10.2014.

BIBLIOGRAFÍA

- BAI, J., y S. NG (2008). «Forecasting economic time series using targeted predictors», *Journal of Econometrics*, vol. 146, n.º 2, octubre, pp. 304-317.
- BELL, V., L. W. CO, S. STONE y G. WALLIS (2014). «Nowcasting UK GDP Growth», *Quarterly Bulletin*, primer trimestre, Bank of England.
- BULLIGAN, G., M. MARCELLINO y F. VENDITTI (2012). *Forecasting economic activity with higher frequency targeted predictors*, Banca d'Italia Working Paper, n.º 847.
- CAMACHO, M., y G. PÉREZ QUIRÓS (2011). *SPAIN-STING: Spain Short-Term Indicator of Growth*, The Manchester School, vol. 79, n.º S1, pp. 594-616.
- CAMBA-MÉNDEZ, G., G. KAPETANIOS, R. J. SMITH y M. R. WEALE (2001). «An automatic leading indicator of economic activity: forecasting GDP growth for European countries», *Econometrics Journal*, 4, pp. 56-90.
- DOAN, T., R. B. LITTERMAN y C. A. SIMS (1984). «Forecasting and Conditional Projection Using Realistic Prior Distributions», *Econometric Reviews*, vol. 3, n.º 1.
- KITCHEN, J., y R. M. MONACO (2003). «Real-time forecasting in practice: the US Treasury staff's real-time GDP forecast system», *Business Economics*, 38 (4), pp. 10-19.
- GÓMEZ, V., y A. MARAVALL (1996). *Programs TRAMO and SEATS*, Documentos de Trabajo, n.º 9628, Banco de España.
- RÜNSTLER, G., K. BARHOUMI, S. BENK, R. CRISTADORO, A. DEN REIJER, A. JAKAITIENE, P. JELONEK, A. RUA, K. RUTH y C. VAN NIEUWENHUYZE (2009). «Short-Term Forecasting of GDP Using Large Datasets: A Pseudo Real-Time Forecast Evaluation Exercise», *Journal of Forecasting*, 28, pp. 595-611.
- WAGGONER, D. F., y T. ZHA (1999). «Conditional Forecasts in Dynamic Multivariate Models», *The Review of Economics and Statistics*, MIT Press, vol. 81 (4), noviembre, pp. 639-651.

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

Introducción

El consumo de los hogares constituye el componente con mayor peso en el PIB de la UEM y el agregado macroeconómico que tradicionalmente muestra mayor estabilidad a lo largo del ciclo económico. Desde que comenzó la crisis financiera internacional en el verano de 2007, el gasto en consumo privado de la UEM ha experimentado dos períodos de contracción. Así, a principios de 2008 inició una primera fase de caída, hasta alcanzar un mínimo en la primera mitad de 2009, acumulando un retroceso del 1,4 %. Esta contracción fue de menor intensidad que la experimentada por la actividad, que disminuyó un 6 % en el mismo período. Posteriormente, y una vez recuperados los niveles anteriores a la crisis hacia finales de 2010, el consumo privado volvió a retroceder, pero esta vez con mayor intensidad y por tiempo más prolongado. De esta forma, entre principios de 2011 y finales de 2012 registró una caída acumulada del 2,4 %, período en el que la actividad tan solo retrocedió un 1,1 %. Así, seis años después del inicio de la crisis, el nivel de consumo aún se sitúa un 1,5 % por debajo del alcanzado en el primer trimestre de 2008.

Existen múltiples factores que contribuyen a explicar el comportamiento del consumo durante la crisis. En primer lugar, el retroceso de la renta derivado de la pérdida del empleo de alguno de los miembros del hogar o de la disminución del número de horas trabajadas. En segundo lugar, la caída del gasto como respuesta a la importante reducción de la riqueza tanto financiera —tras el colapso de los mercados de 2008 y la crisis de deuda soberana de 2010— como real en algunos países donde tuvieron lugar fuertes correcciones de los precios inmobiliarios. También ha desempeñado un papel importante el aumento de la incertidumbre durante este período, que ha generado un retroceso de la confianza de los consumidores (todavía alejada de los niveles anteriores a la crisis) que incentivó la acumulación de ahorro por motivo precaución y el diferimiento de compras, especialmente de bienes duraderos. Por último, la contracción del crédito como consecuencia de la crisis real y financiera y de credibilidad del euro habría dificultado el acceso de las familias a aquellos bienes cuya adquisición tradicionalmente se apoya en el endeudamiento.

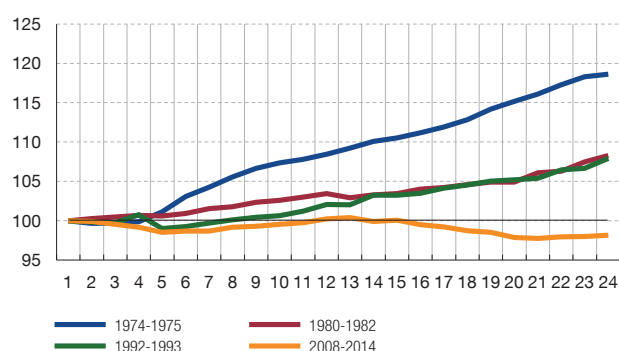
El propósito de este artículo es doble. En primer lugar, se revisa el comportamiento del consumo de la UEM a escala agregada durante el período comprendido entre principios de 2008 y finales de 2013. El objetivo es comparar su evolución con crisis anteriores, analizar el grado de heterogeneidad por países, conocer sobre qué bienes y servicios ha recaído el ajuste del gasto y estudiar los determinantes que han condicionado dicha evolución. En segundo lugar, utilizando información microeconómica de la Encuesta Financiera de las Familias de los dos países —Italia y España— que en mayor medida contribuyen a explicar el retroceso del consumo en el conjunto UEM, se analiza el diferente efecto que la crisis ha tenido sobre el consumo de los hogares con diferentes niveles de renta, riqueza, deuda y características demográficas. Este análisis permite identificar qué grupos sociodemográficos se han visto más afectados, lo cual puede tener implicaciones sobre la senda temporal de la recuperación.

El enfoque macroeconómico

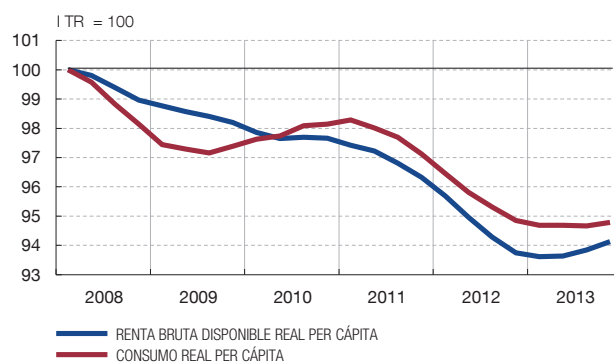
CONSUMO, RENTA BRUTA
DISPONIBLE E INCERTIDUMBRE

La actual crisis ha generado la contracción del consumo más intensa y prolongada desde la década de los setenta. Como se muestra en el gráfico 1.1, mientras que en recesiones anteriores el nivel de consumo previo a la crisis se había recuperado una vez transcurridos ocho trimestres, en la actual, seis años —24 trimestres— después, todavía se sitúa un

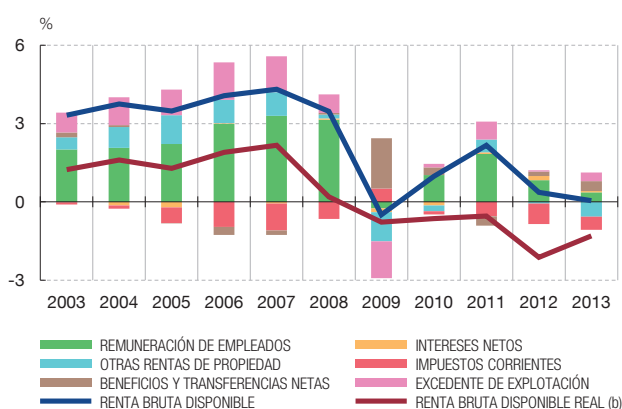
1.1 EVOLUCIÓN DEL CONSUMO DE LA UEM EN LAS ÚLTIMAS CRISIS (a)



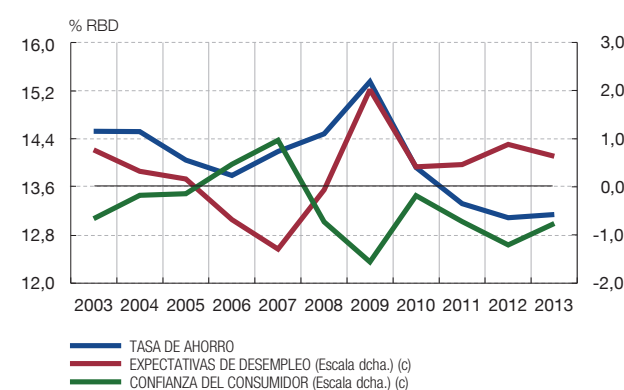
1.2 CONSUMO Y RENTA BRUTA DISPONIBLE



1.3 RENTA BRUTA DISPONIBLE Y COMPONENTES
Contribuciones al crecimiento interanual



1.4 AHORRO Y CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES



FUENTES: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, Banco Central Europeo, Eurostat y Banco de España.

- a Fechado de crisis en consonancia con el establecido por el «Euro Area Business Cycle Dating Committee of Centre of Economic Policy Research».
- b Deflactado por el crecimiento medio anual del IAPC.
- c Serie normalizada.

1,5 % por debajo de los niveles de principios de 2008. De acuerdo con las predicciones del FMI, la UEM recuperará los niveles previos a la crisis en 2015.

El gráfico 1.2 muestra la evolución del consumo real per cápita y la renta bruta disponible durante el período objeto de estudio. Como cabría esperar, ambas series exhiben un elevado grado de sincronía, que solo se interrumpe en el período 2008-2009, en el que el consumo privado disminuyó de una forma más intensa que la renta. La desagregación de los componentes de la renta bruta disponible (véase gráfico 1.3) ayuda, en parte, a entender el menor grado de alineamiento entre la renta y el consumo en los primeros años de la crisis. En esos años, la caída de la renta se vio amortiguada por el aumento de las transferencias de las Administraciones Públicas que los hogares no destinaron al consumo por motivo de precaución, en un entorno de fuerte caída de la confianza y de empeoramiento de las expectativas de empleo. De hecho, la tasa de ahorro, como se observa en el gráfico 1.4, alcanzó su máximo a mediados de 2009.

En el período 2010-2011, las rentas a precios corrientes de los hogares comenzaron a mejorar, aunque sin recuperar el dinamismo previo, impulsadas por el aumento de la remuneración de los trabajadores y algunas medidas de apoyo público, factores a los que posteriormente se sumó la contribución positiva de los excedentes de los empresarios.

Paralelamente, los hogares, que debieron interpretar como transitoria la disminución de sus rentas en 2008-2009, como sugiere la mejora de la confianza de los consumidores durante este período, invirtieron la tendencia a aumentar su ahorro registrada en años anteriores. Ambos factores —la recuperación de parte del dinamismo del crecimiento de la renta de las familias y la disminución de la tasa de ahorro— permitieron una cierta recuperación del consumo. De esta forma, a principios de 2011 el consumo real de la UEM ya había alcanzado los valores de comienzos de la crisis, registrándose tasas de crecimiento superiores al 1 %.

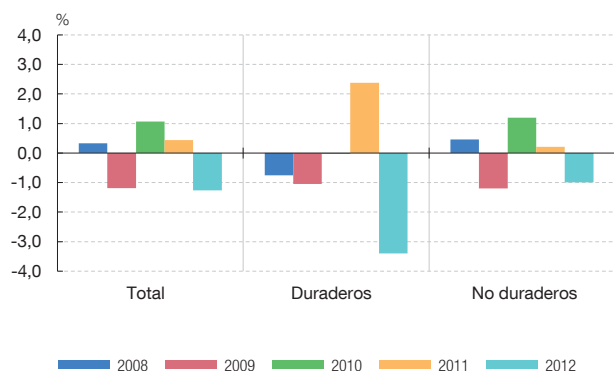
Pero la fuerte inestabilidad registrada desde mediados de 2011 en la UEM ante la crisis de deuda obligó a acelerar el ritmo del proceso de consolidación fiscal en muchos países, que aumentaron los impuestos y los precios administrados, al tiempo que algunos introducían medidas destinadas a reducir los salarios con la finalidad de restaurar la competitividad de sus economías. Ambos factores contribuyeron a disminuir el crecimiento de la renta bruta disponible, que estaba detrás de la recuperación del consumo registrada en 2010 y mitad de 2011. Además, el incremento de la inflación registrado en 2012 provocó que, aunque en términos nominales el retroceso del consumo en dicho año fue de menor intensidad que en 2009, en términos reales casi lo duplicase.

La severidad de la contracción se ha manifestado a través de la magnitud de la caída no solo del consumo de los bienes duraderos, sino también de los no duraderos. De esta forma, el gráfico 2.1 muestra —en consonancia con las regularidades empíricas bien documentadas en la literatura— la mayor volatilidad y mayor sincronía con el ciclo del consumo de los bienes duraderos, coherente con que el aplazamiento de la adquisición de estos bienes constituye uno de los «colchones» más inmediatos de los que disponen las familias para garantizar el mantenimiento del consumo de otros bienes más fundamentales o de primera necesidad¹. Pero la prolongación de la crisis provocó que el ajuste se trasladara también a las partidas que componen los bienes no duraderos, registrando un retroceso interanual en 2009 algo superior al 1 %, que se repitió en el año 2012. Incluso el gasto en alimentos se situaba en 2012 un 2,5 % por debajo del nivel alcanzado en los años previos a la crisis.

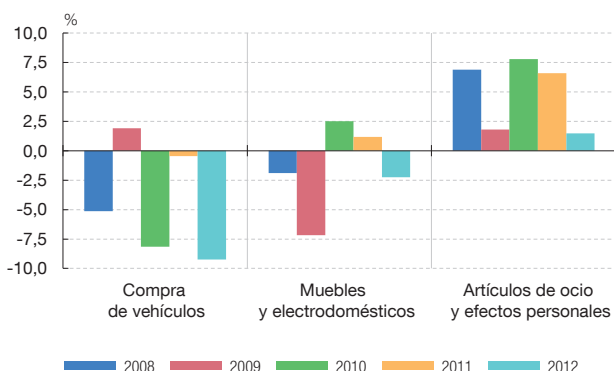
La descomposición del consumo duradero y no duradero en mayor detalle, siguiendo la clasificación COICOP a dos dígitos, revela aspectos adicionales de la severidad del ajuste del gasto de los hogares durante la crisis. De entre los componentes que forman el grupo de bienes duraderos, fue el gasto destinado a la compra de vehículos el que experimentó la caída más temprana y de mayor intensidad (véase gráfico 2.2). No obstante, esta disminución se vio interrumpida en los años 2009 y 2011 gracias al efecto de los programas de estímulo para la adquisición de vehículos introducidos en un importante número de países, que supuso un adelanto de las compras, ya que, tras la finalización de estos planes, el gasto en automóviles volvió a registrar una intensa caída. Por su parte, el consumo de muebles y electrodomésticos retrocedió, aunque con menor intensidad que el de los automóviles, mientras que el gasto en artículos de ocio registró un comportamiento estable e incluso mostró un crecimiento superior al 5 % en 2010 y 2011. Entre el conjunto de bienes clasificados como no duraderos (véase gráfico 2.3), se vio reducido no solo el consumo de bienes de mayor elasticidad-renta, como las rúbricas dedicadas a actividades recreativas (ocio, hoteles y restaurantes) y transportes, sino también los gastos destinados a la adquisición de bienes semiduraderos del hogar, como el vestido y el calzado.

¹ Véase Browning y Crossley (2009), entre otros.

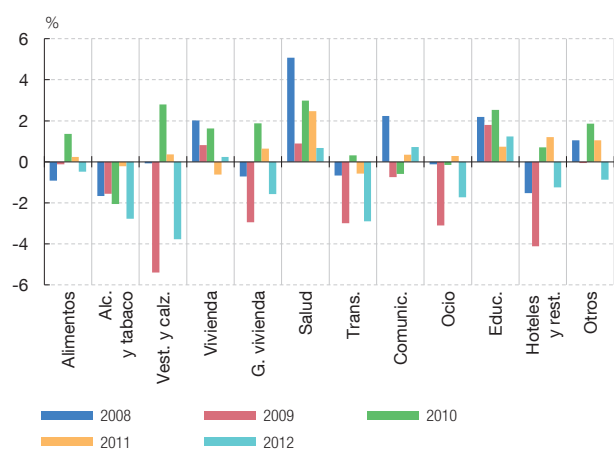
2.1 CONSUMO DE LOS HOGARES POR FINALIDAD
Tasas interanuales



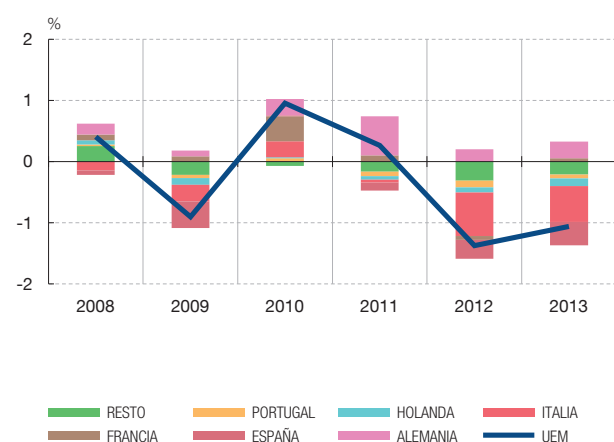
2.2 CONSUMO DE BIENES DURADEROS
Tasas interanuales



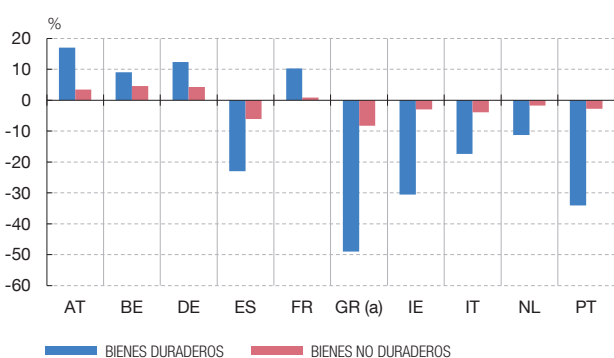
2.3 CONSUMO DE BIENES NO DURADEROS
Tasas interanuales



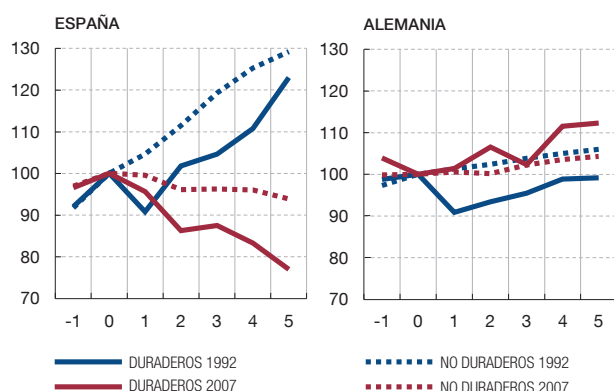
2.4 CONSUMO POR PAÍSES
Contribuciones al crecimiento interanual



2.5 CONSUMO POR FINALIDADES Y PAÍSES
Tasas de crecimiento (2007-2012)



2.6 EVOLUCIÓN DEL CONSUMO POR FINALIDADES ENTRE CRISIS



FUENTES: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, Eurostat y Banco de España.

a Tasa de variación para Grecia, disponible para el período 2007-2011.

Por países, el consumo registró un retroceso casi generalizado, con la principal excepción de Alemania, que no experimentó tasas anuales de crecimiento negativas en ninguno de los años del período. Así, mientras que en Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia se registraron tasas interanuales negativas desde 2008 a 2013 (con la excepción de 2010), Alemania registró uno de los períodos de mayor crecimiento continuado del consumo desde la creación del euro. En su conjunto, sin embargo, la dinámica del consumo de la UEM estuvo funda-

mentalmente condicionada por la evolución de tres países: España, Italia y Alemania, como refleja el gráfico 2.4. Mientras que los dos primeros explicaron aproximadamente el 70 % de la contribución negativa de los países a la evolución del consumo de la UEM durante la crisis, Alemania supuso el 60 % de la contribución positiva.

La heterogeneidad por países también se ha visto reflejada en el comportamiento del consumo por finalidades. Mientras que en Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia la magnitud y la severidad de la recesión han provocado una caída del consumo tanto de los bienes no duraderos como de los bienes duraderos (véase gráfico 2.5), siendo de mayor intensidad en estos últimos, en Alemania, Bélgica y Austria ninguno de los agregados registró tasas negativas en el conjunto del período comprendido entre 2007 y 2012.

La virulencia con la que la actual crisis ha afectado al consumo de algunas economías del área del euro no tiene paralelismo con lo que se observó durante la contracción de principios de los noventa. Entonces, ni España ni Alemania vieron reducirse el consumo de no duraderos, si bien se produjo un retroceso del consumo de bienes duraderos, que fue de similar magnitud en ambos países. En cambio, el patrón de recuperación fue muy diferente: mientras que en España, transcurridos dos años, el consumo de bienes duraderos había alcanzado los niveles previos a la crisis, en Alemania tuvieron que pasar cuatro años para superar los registros de principios de los noventa (véase gráfico 2.6).

La teoría económica² remarca la importancia de la evolución de la renta a la hora de explicar las decisiones del gasto de las familias³. Hechos acontecidos en la crisis, como la pérdida del empleo de alguno de los miembros del hogar o la disminución de las horas trabajadas, parecen haber afectado al consumo de las familias a través de los efectos sobre su renta. Además, otro determinante de la evolución del consumo es la riqueza⁴, si bien la evidencia empírica al respecto en la literatura es mixta y algunos trabajos encuentran un efecto pequeño o inexistente. Pero, además de estos factores, las decisiones de consumo están claramente vinculadas a cambios en los niveles de incertidumbre [Bloom (2009)]. En concreto, los hogares suelen responder a aumentos de la incertidumbre retrasando la adquisición de bienes duraderos e incrementando el ahorro por motivo precaución [Bertola, Guiso y Pistaferri (2004), Carroll y Samwick (1997)]. Así, los cambios en la percepción de los agentes sobre sus perspectivas de empleo, renta o valor de los activos pueden terminar modificando la dinámica de consumo. Pero también el empeoramiento de las condiciones económicas del entorno que rodea a los hogares acaba condicionando sus expectativas y las decisiones de consumo de las familias menos afectadas por la crisis [Álvarez-Cuadrado, Casado y Labeaga (2014)].

Para valorar con mayor precisión el papel que han desempeñado estos factores, el presente apartado examina las contribuciones de los determinantes macroeconómicos al comportamiento dinámico del consumo privado mediante la estimación de un modelo tradicional de corrección de error para el consumo con datos de la UEM para el período 1978-2014 que permite vincular el análisis de largo plazo con la dinámica de ajuste de corto plazo.

De acuerdo con la ecuación de largo plazo especificada, la decisión de consumo privado óptima depende tanto de la renta como del tipo de interés real. Siguiendo las sugerencias de Muellbauer

2 Véanse Modigliani y Brumberg's (1979) o Hall (1978), entre otros.

3 Un análisis empírico para la economía española [Casado (2011)] estima que una caída del 10 % en la renta permanente de las familias genera una disminución del 4,8 % en su consumo, mientras que los cambios transitorios apenas tienen consecuencias sobre los niveles de gasto del hogar.

4 Véase Poterba *et al.* (2000), entre otros.

	Coeficiente	Desviación estándar
Ecuación de largo plazo		
Constante	-0,7100	0,0770
Renta bruta disponible	0,9359	0,0194
Riqueza (t - 1)	0,0736	0,0131
Tipo de interés real	-0,5249	0,1893
Ecuación de corto plazo		
MCE (t - 1)	-0,0534	0,0308
Δ Consumo (t - 2)	0,1976	0,0616
Δ Consumo (t - 4)	0,1502	0,0672
Δ Renta bruta disponible	0,4247	0,0580
Δ Renta bruta disponible (t - 3)	0,1091	0,0540
Δ Riqueza neta (t - 3)	0,0707	0,0403
Δ Tipo de interés real (t - 2)	-0,7768	0,2515
Δ Confianza del consumidor (t - 1)	0,0003	0,0001

FUENTE: Banco de España.

y Lattimore (1995), la renta permanente se aproxima mediante una media ponderada de la renta bruta disponible⁵ y la riqueza neta⁶, ambos factores considerados en términos reales.

Los coeficientes de la ecuación estimada reflejan la relevancia tanto de la renta bruta disponible como de los tipos de interés en la decisión del consumo de los agentes (véase cuadro 1). Por su parte, la respuesta del consumo a los cambios de riqueza (el «efecto riqueza») se encuentra dentro del intervalo estimado en la literatura⁷. La suma de los coeficientes de renta y riqueza reflejan que —como sugiere la teoría económica— el gasto total de los hogares responde en el largo plazo con elasticidad unitaria a la renta permanente.

En relación con la especificación de la ecuación de corto plazo, se ha complementado la dinámica del consumo añadiendo a los determinantes anteriores una variable relacionada con la confianza del consumidor. Concretamente, se incorpora en la especificación el indicador de confianza del consumidor elaborado por la Comisión Europea, cuya evolución sintetiza la opinión de los agentes sobre las expectativas de desempleo, la situación financiera del hogar y las perspectivas de la situación económica, entre otros.

Como se puede observar en la estimación, todas las variables explicativas son significativas y los signos son acordes con lo esperado. Consecuentemente, de acuerdo con este modelo empírico, la dinámica del consumo vendría explicada por las contribuciones de la renta bruta disponible, la riqueza neta, los tipos de interés y la confianza del consumidor.

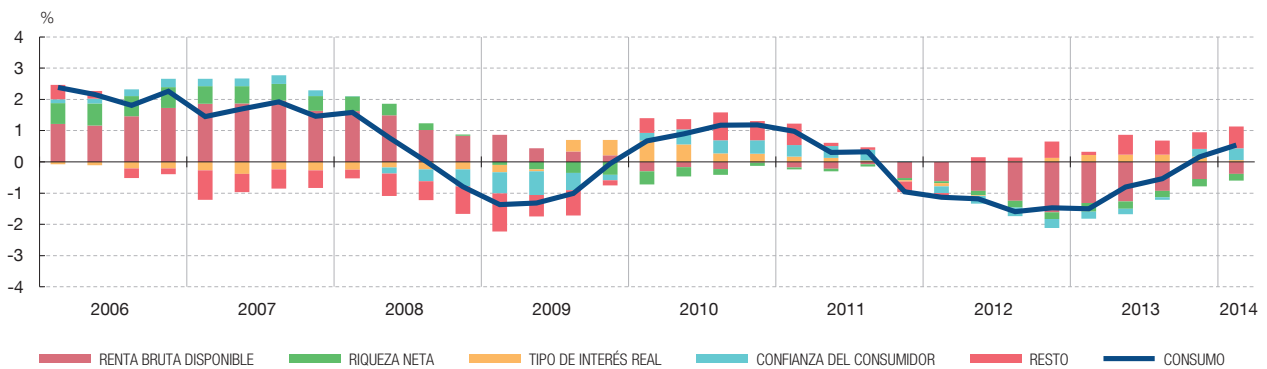
El gráfico 3 representa las contribuciones que el modelo atribuye a las diferentes variables explicativas en la evolución de las tasas interanuales del consumo para el período

5 La renta bruta disponible se computa como la suma de las rentas salariales, las rentas laborales de los no asalariados, la renta imputada de los propietarios por la vivienda en que residen, las transferencias del Gobierno y otras rentas, menos las contribuciones sociales y los impuestos directos.

6 La riqueza neta ha sido obtenida a través de la suma de la riqueza financiera y no financiera de los hogares. Esta información proviene de Eurostat y del Area Wide Model Database del BCE.

7 Una caída de la riqueza de un euro se traduce en una caída del consumo de entre uno y siete céntimos.

MODELO DE CORRECCIÓN DEL ERROR SOBRE EL CONSUMO
Contribuciones a la variación acumulada trimestral



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

2006-2014. Antes del estallido de la crisis financiera, la riqueza y la renta explican el grueso de la evolución del consumo. Sin embargo, la mayor incertidumbre económica desempeña un papel destacado en la primera etapa de la crisis, en la que el consumo cayó de manera más intensa que la renta. El modelo atribuye también la recuperación que experimentó el consumo a partir de mediados de 2009 a la acción conjunta de una mejora en la confianza del consumidor y el estímulo proveniente de la política monetaria (reflejada en la contribución del tipo de interés). Sin embargo, a principios de 2011 el consumo volvió a retroceder, en un contexto en el que los países del área del euro más vulnerables llevaron a cabo importantes programas de consolidación fiscal, que tuvieron una elevada repercusión en las rentas de las familias. Más recientemente, la recuperación del consumo parece sustentarse en una mejora de la confianza y en una contribución menos negativa de la renta disponible.

El enfoque microeconómico

Una vez analizado el comportamiento agregado del consumo por países y finalidades, así como la importancia de sus determinantes a la hora de explicar la evolución reciente del gasto, en esta sección se estudia si ese comportamiento ha sido distinto según los diferentes grupos sociodemográficos. Identificar los hogares que con mayor intensidad han experimentado unas contracciones de este tipo de gasto nos puede ayudar a entender mejor la magnitud de la recesión, el perfil de la recuperación y las medidas de política que podrían ser más efectivas para mitigar sus efectos.

Ante la dificultad de disponer de información microeconómica exhaustiva del consumo para todos los países de la UEM, este apartado se centra en las dos economías —España e Italia— que, como se señaló en la sección dedicada a la evolución del consumo por finalidades y países, en mayor medida explican el retroceso del gasto de la UEM durante la crisis. Para ello, se ha llevado a cabo un trabajo de armonización y comparación de la información disponible de consumo por niveles de renta, riqueza y un conjunto de variables sociodemográficas de la «Encuesta Financiera de las Familias (EFF)» elaboradas, respectivamente, por el Banco de España y el Banco de Italia, utilizando la información de las olas de 2002, 2005, 2008 y 2011 de la EFF de la encuesta española y de 2002, 2004, 2006, 2008, 2012 de la italiana.

La recesión puede haber afectado a los hogares de muy diferentes maneras: disminuyendo sus niveles de renta, aumentando la incertidumbre, empeorando sus perspectivas de empleo o provocando una disminución del valor de los activos que puede haber mermado la riqueza de las familias. La importancia relativa de estos canales no es homogénea entre grupos sociodemográficos. Así, por ejemplo, los hogares de mayor edad, que tienen

una mayor riqueza acumulada, se verían más afectados por una crisis que provoque una disminución en el precio de los activos, mientras que recesiones que repercutan en los niveles de empleo tendrán un efecto mayor entre la población activa.

El gráfico 4 resume el comportamiento del consumo privado por grupos socioeconómicos en España y en Italia. En primer lugar, los gráficos 4.1 y 4.2 muestran las tasas de variación del consumo real⁸ antes y después de la crisis por grupos de edad y niveles educativos. Como se puede apreciar, en Italia fueron los jóvenes (tanto los universitarios como los que poseen estudios de bachiller o inferiores) los que sufrieron con más virulencia las consecuencias de la crisis sobre el gasto en consumo, registrando tasas negativas de alrededor del 15%. En cambio, en el caso de España fue la población de mediana edad la que mostró caídas del consumo más significativas. La población de mayor edad, por su parte, fue la que registró menores contracciones del consumo.

Un hecho destacable es que, en ambos países, la educación no parece haber tenido en esta crisis un papel relevante a la hora de contener la caída del gasto entre los hogares más jóvenes, pero sí entre la población de mayor edad. Dos posibles factores pueden contribuir a explicar por qué el mayor nivel de educación no ha contribuido a amortiguar la caída del consumo entre la población más joven a lo largo de esta crisis. En primer lugar, el endurecimiento del acceso al crédito acontecido durante la crisis puede haber dificultado más la posibilidad de anticipar consumo a los jóvenes con alto nivel educativo, que son los que mayor capacidad tienen *a priori* de adelantar consumo presente mediante el endeudamiento, de acuerdo con un alto nivel de renta permanente futura esperada. En segundo lugar, y después de la caída del precio de sus activos inmobiliarios, la mayor proporción de familias con riqueza neta negativa se sitúa entre los jóvenes con estudios universitarios [Wolff (2010)], lo que justificaría también una mayor respuesta del consumo.

Cuando se examina el impacto por estados de la actividad (véase gráfico 4.3), se observa cómo la recesión ha tenido un efecto especialmente negativo sobre el consumo de los hogares cuyo cabeza de familia trabaja por cuenta propia (del -19,2% en España), que en general poseen una renta más volátil que la de los trabajadores por cuenta ajena. Además, el mayor grado de incertidumbre de estos trabajadores suele manifestarse en un comportamiento más cauteloso de su consumo.

Un aspecto de gran relevancia es el diferente efecto que la crisis ha tenido sobre el nivel de consumo de los hogares de distinto nivel de renta⁹ y riqueza¹⁰. Como refleja el gráfico 4.4, la caída más intensa del consumo se ha producido en los hogares de menor renta en Italia y en los de rentas bajas y medias en España. En Italia, además, este ajuste vino acompañado de un aumento del consumo de los hogares con mayor renta (véase gráfico 4.5). En cualquier caso, la crisis parece haber dado lugar en ambos países a un aumento de la desigualdad en el consumo en la parte alta de la distribución, al ampliarse la distancia en los niveles de consumo de las clases medias con respecto al grupo de mayor renta.

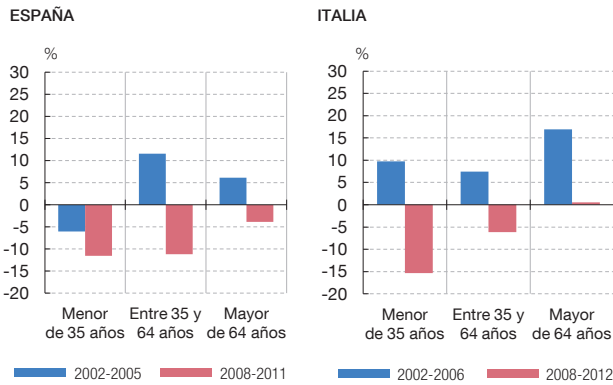
Del mismo modo, ha sido en los hogares con menor riqueza neta en los que el ajuste del consumo ha sido más intenso (véase gráfico 4.6). Por el contrario, los hogares que se sitúan en el quintil de renta y riqueza superior, y que en general suelen tener más instrumentos

8 El consumo del hogar ha sido ajustado por adulto equivalente dividiendo entre el número de miembros elevado a 0,5.

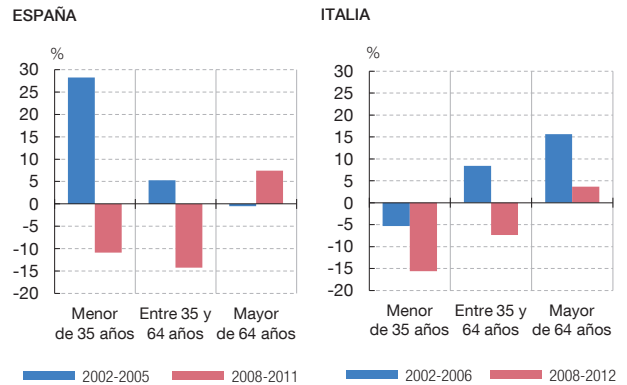
9 La renta del hogar se calcula como la suma de las rentas por cuenta propia y ajena, pensiones, transferencias netas y rentas de propiedad.

10 La riqueza neta incluye los activos reales y financieros menos los pasivos financieros.

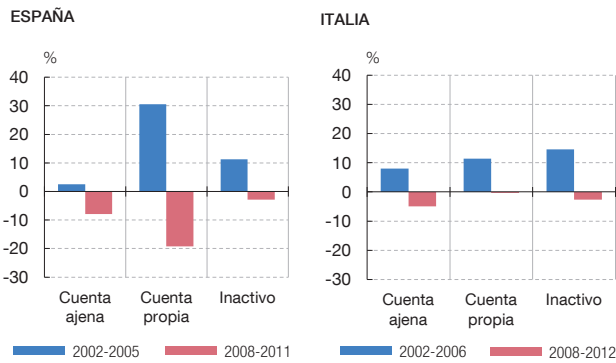
4.1 POR EDADES EN HOGARES CON ESTUDIOS DE BACHILLERATO O INFERIOR



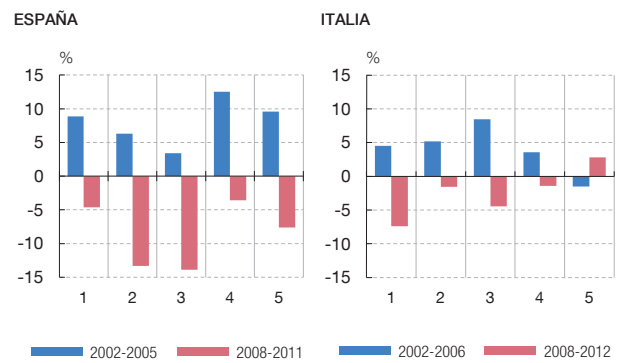
4.2 POR EDADES CON ESTUDIOS UNIVERSITARIOS O SUPERIORES



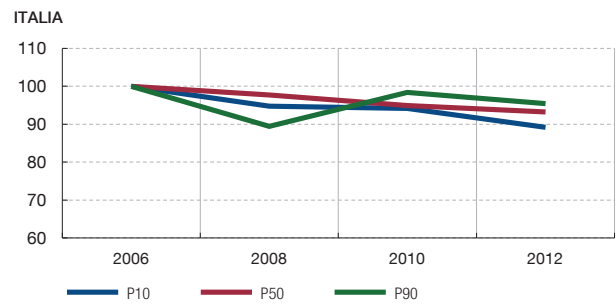
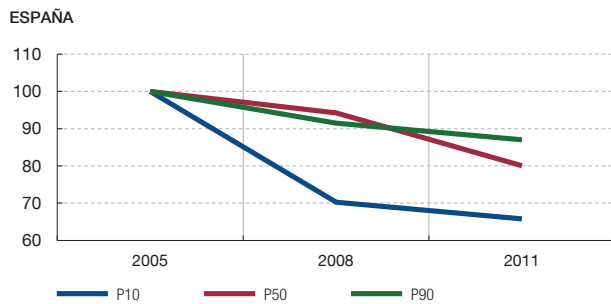
4.3 POR ESTADOS DE LA ACTIVIDAD



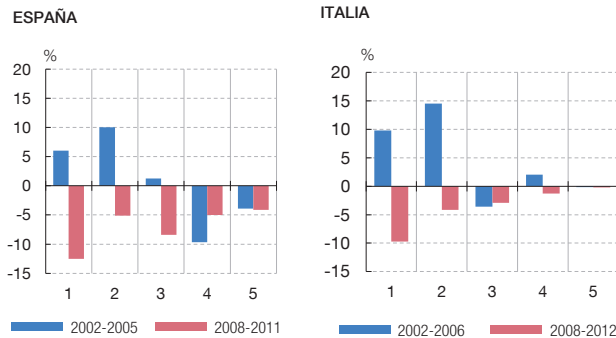
4.4 POR QUINTILES DE RENTA



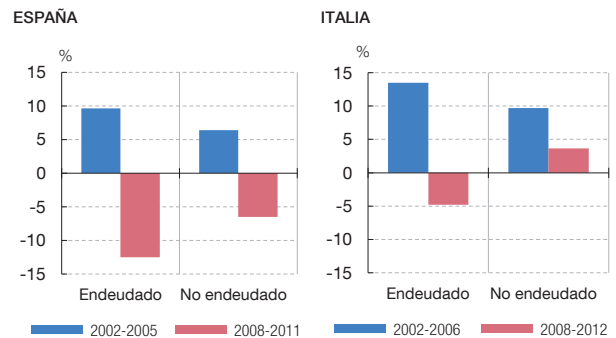
4.5 EVOLUCIÓN DEL CONSUMO POR PERCENTILES DE RENTA



4.6 POR QUINTILES DE RIQUEZA NETA



4.7 POR TENENCIA DE DEUDA



FUENTES: Banco de España y Banco de Italia (Encuesta Financiera de las Familias).

para asegurar su consumo en períodos de crisis, han registrado caídas del consumo más moderadas.

Por último, y a pesar de que el endeudamiento para las familias puede ser un instrumento que permite suavizar los niveles de consumo en el ciclo vital, el elevado nivel de deuda de algunos hogares y el proceso de desapalancamiento llevado a cabo parecen haber lastrado el gasto de las familias durante la crisis. Varios son los mecanismos que operarían en este sentido. Por un lado, la reducción del precio de los activos en el contexto de la crisis ha implicado una disminución en el valor del colateral que las familias pueden movilizar, afectando negativamente a su capacidad de endeudamiento¹¹. Por otro, el alto nivel de endeudamiento acumulado en el pasado podría haber impedido a algunas familias acceder a endeudamiento adicional que permitiera suavizar su perfil de consumo durante estos años. Así, por ejemplo, los datos de la EFF de España y de Italia revelan que los hogares que tenían algún tipo de préstamo hipotecario disminuyeron en mayor proporción su consumo durante la crisis que aquellos otros sin ningún tipo de préstamo (véase gráfico 4.7).

Conclusiones

Este artículo ha analizado la evolución reciente del consumo privado en la UEM durante la crisis desde una perspectiva tanto macroeconómica como microeconómica. En primer lugar, utilizando información agregada, se han estudiado los determinantes que condicionan su dinámica a corto plazo, la respuesta del consumo por finalidades, el grado de heterogeneidad por países y las diferencias en su comportamiento con relación a las crisis anteriores. En segundo lugar, se han examinado los cambios en los niveles de consumo medio durante la crisis de diferentes grupos sociodemográficos utilizando la información disponible de la «Encuesta Financiera de las Familias (EFF)» de España y de Italia, las dos economías que en mayor medida han contribuido a explicar el retroceso del gasto en consumo de la UEM durante la crisis.

Del análisis realizado se derivan varias conclusiones. En primer lugar, en términos de sus efectos sobre el consumo de los hogares, la crisis actual destaca por su duración y profundidad cuando se compara con crisis anteriores. El retroceso del consumo en este período vendría explicado por la debilidad de la renta y por la reducción de la riqueza de las familias, pero también por el aumento de la incertidumbre macroeconómica. Además, la intensidad de la contracción —que ha tenido un carácter generalizado por países, con la excepción de Alemania— se ha visto reflejada en una caída muy pronunciada no solo de los bienes duraderos, sino también de los no duraderos.

En segundo lugar, la respuesta de los consumidores ante la crisis económica ha sido muy heterogénea por grupos sociodemográficos. En concreto, del análisis microeconómico realizado para los casos de España e Italia se concluye que el consumo se contrajo especialmente entre los jóvenes en general, sin que la educación constituyese un mecanismo de aseguramiento relevante, al contrario de la norma histórica. El retroceso del consumo ha sido, además, de mayor intensidad entre los hogares con un nivel de renta baja y media y en aquellos con un nivel de riqueza neta menor. Finalmente, los hogares con deuda hipotecaria disminuyeron sus niveles de consumo en mayor proporción que los no endeudados, condicionados por el proceso de desapalancamiento en el que se hallan inmersos y por las desfavorables condiciones de acceso al crédito.

13.10.2014.

11 Véanse Eggertsson y Krugman (2012) y Midrigan y Philippon (2011).

BIBLIOGRAFÍA

- ÁLVAREZ-CUADRADO, F., J. M. CASADO y J. M. LABEAGA (2014). «Envy and Habits: Panel Data Estimates of Interdependent Preferences», *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* (de próxima publicación).
- ANDRÉS, J., S. HURTADO, E. ORTEGA y C. THOMAS (2010). «Spain in the Euro: a general equilibrium analysis», *SERIEs*, marzo, vol. 1, ed. 1, pp. 67-95.
- ARCE, Ó., E. PRADES y A. URTASUN (2013). «La evolución del ahorro y del consumo de los hogares españoles durante la crisis», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España.
- BERTOLA, G., L. GUIISO y L. PISTAFERRI (2005). «Uncertainty and consumer durables adjustment», *Review of Economic Studies*, 72, pp. 973-1008.
- BLOOM, N. (2009). «The Impact of Uncertainty Shocks», *Econometrica*, 77, pp. 623-685.
- BLUNDELL, R., L. PISTAFERRI e I. PRESTI (2008). «Consumption Inequality and Partial Insurance», *A.E.R.*, 98 (5), pp. 1887-1921.
- BROWNING, M., y T. F. CROSSLEY (2009). «Shocks, Stocks, and Socks: Smoothing Consumption Over a Temporary Income Loss», *A.E.R.*, vol. 7, pp. 1169-1192, ed. 6, diciembre.
- CARROLL, C., y A. SAMWICK (1997). «The nature of precautionary wealth», *Journal of Monetary Economics*, 40 (1), pp. 41-72.
- CASADO, J. M. (2011). «From income to consumption: measuring households partial insurance», *Empirical Economics*, vol. 40 (2), pp. 471-495.
- EGGERTSSON, G. B., y P. KRUGMAN (2012). «Debt, Deleveraging and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach», *The Quarterly Journal of Economics*, 127 (3), pp. 1469-1513.
- HALL, R. E. (1978). «Stochastic implications of the life cycle permanent income hypothesis: Theory and evidence», *Journal of Political Economy*, 86, pp. 971-988.
- MIDRIGAN, V., y T. PHILIPPON (2011). *Household Leverage and the Recession*, NYU, Stern Working Paper, abril.
- MODIGLIANI, F., y R. BRUMBERG'S (1979). *Utility analysis and aggregate consumption function: An attempt at integration*, A. Abel ed., Collected Papers of Franco Modigliani, vol. 2, MIT Press, Cambridge.
- MUELLBAUER, J., y R. LATTIMORE (1995). «The consumption function: a theoretical and empirical overview», *Handbook of Applied Econometrics*, ed. H. Pesaran y M. Wickens, vol. 1, pp. 221-311, Oxford, Blackwell.
- POTERBA, J. M., J. B. SHOVEN y C. SIALM (2000). *Asset location for retirement savers*, National Bureau of Economic Research, Working Paper n.º 7991, noviembre.
- WOLFF, E. N. (2010). *Recent trends in household wealth in the United States: Rising debt and the middle-class squeeze - An update to 2007*, Working Paper n.º 589, Annandale-on-Hudson, Nueva York, The Levy Economics Institute of Bard College.

UN ANÁLISIS DESAGREGADO DE LOS FACTORES EXPLICATIVOS DEL AUMENTO DE LOS DIFERENCIALES DE LOS TIPOS DE INTERÉS DEL CRÉDITO EN ESPAÑA DURANTE LA CRISIS

Este artículo ha sido elaborado por Ignacio Fuentes Egusquiza, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

Desde el comienzo de la crisis, los diferenciales de los tipos de interés del crédito a las familias y a las empresas en España en relación con las rentabilidades del mercado interbancario, que reflejan fundamentalmente las expectativas sobre los tipos de interés oficiales, tendieron a aumentar. De este modo, el coste de financiación a los hogares y a las sociedades no financieras se ha situado en niveles demasiado elevados para el tono expansivo de la política monetaria. Desde un punto de vista teórico, los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito se determinan a partir del coste marginal de los pasivos que financian los préstamos más unas primas de riesgo acordes con las probabilidades de impago de los prestatarios. Adicionalmente, podrían reflejar otros costes específicos de las entidades, como los derivados de la necesidad de provisionar su cartera preexistente, aumentar su capital u otros. En este sentido, el incremento de los tipos de interés del crédito en comparación con las rentabilidades interbancarias podría responder a uno o a varios de los siguientes motivos: una elevación del coste de financiación de la banca (en relación con el mercado interbancario), un ascenso de las primas de riesgo y una traslación de otros costes específicos.

En este contexto, el objetivo de este artículo es aportar evidencia sobre el posible papel de los factores anteriores en el incremento de los diferenciales de los tipos de interés del crédito registrado en España. Para ello, se analiza la información a escala individual para una muestra amplia de entidades y se estudian por separado las principales tipologías de préstamos. Los datos se basan en la información de tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito que las entidades de depósito remiten mensualmente al Banco de España. Concretamente, se ha seleccionado una muestra de frecuencia semestral con los datos de las entidades individuales hasta alcanzar, en cada momento, un 95 % de la cuota de mercado del crédito al sector privado residente¹. La elección de las categorías de préstamos que se consideran está condicionada por los desgloses disponibles en esta fuente de información e incluyen las siguientes: créditos a familias para adquisición de vivienda, a familias para consumo (y otros fines), operaciones con empresas de hasta 1 millón de euros y las realizadas con este mismo sector por importe superior a esa cifra. El período analizado es el comprendido entre finales de 2004 y junio de 2014.

El trabajo consta de cuatro apartados, además de esta introducción. En el primero, se revisa, con datos agregados, la evolución de los tipos de interés del crédito para las distintas categorías de préstamos consideradas, en relación con la rentabilidad del mercado interbancario y con varias medidas que aproximan el coste de financiación de las entidades. En el segundo, se estudia cómo ha variado la dispersión por entidades de los tipos de interés a lo largo del período analizado. En el tercero, se analiza hasta qué punto existe una relación entre el coste del crédito y algunas características individuales de las entidades. En el cuarto, se resumen las principales conclusiones.

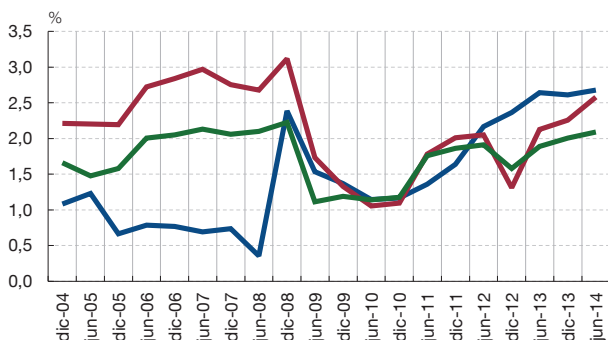
Evolución agregada de los diferenciales de los tipos de interés del crédito

Como puede observarse en el gráfico 1, los diferenciales con el euríbor a un año de los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito con la clientela, que entre 2004 y 2007 se habían mantenido en un nivel relativamente estable, tendieron a elevarse desde el comienzo de la crisis

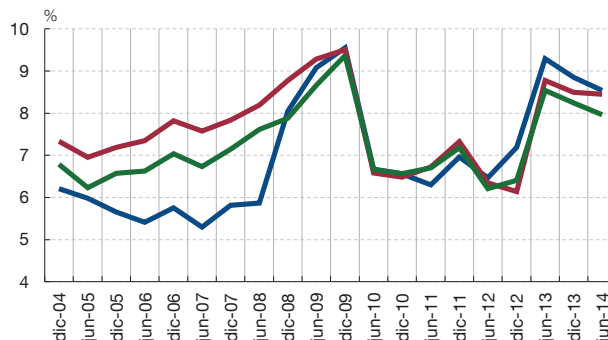
¹ Si alguna de las entidades incluidas en la muestra tenía una actividad muy especializada o mostraba unos datos anómalos de tipos o cantidades se ha sustituido por otra u otras hasta alcanzar el 95 % de cuota de mercado.

VALOR MEDIO DE LA CATEGORÍA MENOS VALOR DE LA VARIABLE DE REFERENCIA

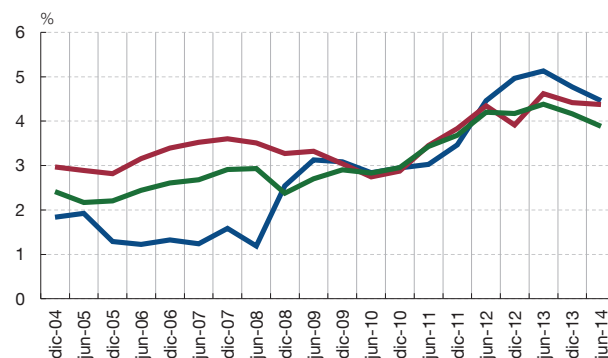
HOGARES. VIVIENDA



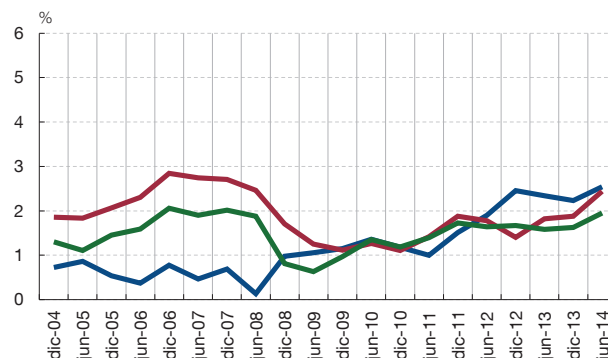
HOGARES. CONSUMO (a)



SOCIEDADES NO FINANCIERAS HASTA 1 MILLÓN DE EUROS



SOCIEDADES NO FINANCIERAS DE MÁS DE 1 MILLÓN DE EUROS



— EURÍBOR UN AÑO — DEPÓSITOS — COSTE MEDIO DEL PASIVO (b)

FUENTES: Banco de España y Eurosistema.

- a La serie está afectada por un cambio estadístico a partir de junio de 2010, que provocó una ruptura en la serie al excluir de esta categoría algunas operaciones con tipos de interés más elevados.
- b Calculado, para cada trimestre, como la ratio entre los costes totales del pasivo y el saldo medio del balance.

en 2008. El incremento fue generalizado por segmentos, aunque su intensidad fue más acusada en aquellos que conllevan un mayor riesgo para los prestamistas, como el del crédito para consumo² (por tratarse de operaciones generalmente sin garantías) o el del destinado a las sociedades por importe inferior al millón de euros (que incluye los préstamos a las pymes, una tipología de empresas cuya situación financiera suele ser más sensible al cambio de ciclo, de modo que la morosidad de las operaciones tiende a ser más alta en contextos recesivos).

Al comparar los tipos de interés del crédito con la remuneración de los depósitos bancarios y con el coste medio de los recursos ajenos de las entidades (que incluye los depósitos tanto a plazo como a la vista, así como otras fuentes de financiación ajena como la emisión de valores de renta fija) se observa que los diferenciales muestran una evolución más estable. Concretamente, en los segmentos de menor riesgo para los prestamistas, como el del crédito para adquisición de vivienda o el del destinado a las sociedades por un importe superior al millón de euros, se aprecia cómo el nivel actual de los diferenciales no es muy distinto del que hubo, en

2 Hay que tener en cuenta que en este caso la serie está afectada por un cambio estadístico en junio de 2010. En particular, a partir de esa fecha, las operaciones con tarjetas de crédito, que suelen tener un tipo de interés más elevado que el resto de las operaciones, dejaron de estar incluidas en esa categoría. Ello se reflejó en una caída en el nivel de los tipos medios de esta categoría de más de 2 puntos porcentuales (pp). Ajustado de este efecto, el incremento del diferencial respecto al euribor a un año sería sustancialmente mayor que el que se observa.

promedio, en el período previo a la crisis. En los otros dos tipos de préstamos analizados se mantiene la pauta ascendente a lo largo de la crisis, aunque esta resulta ser más moderada que la que se obtiene cuando los diferenciales se calculan con respecto al euríbor a un año.

La evolución más reciente de los diferenciales de los tipos de interés del crédito en relación con las rentabilidades interbancarias evidencia una estabilización —e incluso reversión en el caso de los segmentos con tipos más elevados— de la pauta creciente desde el inicio de la crisis, en un contexto de reducción del grado de fragmentación financiera en la UEM y de mejoría de las perspectivas macroeconómicas en nuestro país. De todos modos, los niveles actuales siguen estando por encima de los registros previos a la crisis.

Esta evidencia descriptiva parece sugerir que los dos primeros factores comentados en la introducción (elevación del coste de financiación de la banca y aumento de las primas de riesgo) han debido contribuir al incremento de los diferenciales de los tipos de interés del crédito en España en relación con las rentabilidades interbancarias que se observan desde el inicio de la crisis. Así, el coste de financiación de las entidades nacionales ha dejado de evolucionar en línea con el mercado interbancario, lo que refleja en parte los problemas de fragmentación financiera en el área del euro, que todavía persisten a pesar de haberse moderado y que hacen que dicho coste dependa del lugar de residencia de los bancos. Por otra parte, el hecho de que hayan sido los segmentos de más riesgo en los que el ascenso ha sido más acusado sugiere que las primas de riesgo aplicadas por las entidades han aumentado en un contexto de repunte de la morosidad, asociado al deterioro macroeconómico.

Con esta evidencia agregada resulta más difícil, sin embargo, valorar hasta qué punto otros elementos han podido presionar también sobre los tipos de interés de los préstamos, como las mayores exigencias de recursos propios (que, si bien tienen un efecto positivo sobre la capacidad de resistencia de los intermediarios frente a perturbaciones adversas, tienden, por otra parte, a elevar los costes en los que incurren las entidades al conceder préstamos) o el aumento de los márgenes para recomponer los balances tras los efectos de la crisis. Un análisis más desagregado de los datos puede arrojar algo más de luz sobre la importancia relativa de estos factores.

La dispersión de los tipos de interés del crédito y los depósitos por entidades

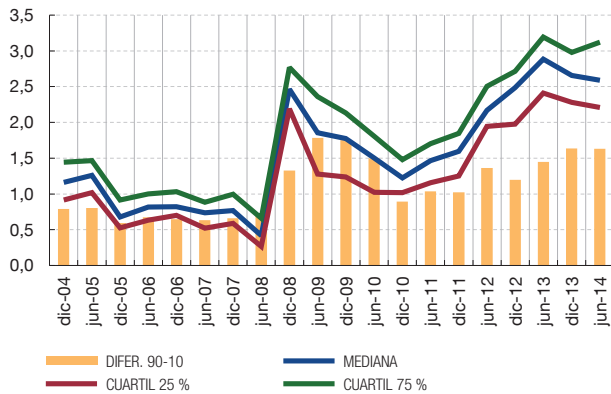
En el gráfico 2 se muestra la evolución de algunos percentiles de la distribución de los diferenciales, sobre el euríbor a un año, de los tipos de interés de las operaciones de crédito y depósito de la muestra de entidades incluidas en el estudio. Se observa cómo estos percentiles han tendido a mostrar una trayectoria similar a lo largo del período analizado, lo que sugiere que en su evolución han desempeñado un papel más importante los factores generales, que afectan a todas las entidades por igual, que los de carácter idiosincrásico, relacionados con la situación particular de cada una de ellas.

No obstante, se aprecia también cómo desde el inicio de la crisis ha tendido a aumentar la dispersión de los tipos de interés del crédito (aproximada por la amplitud entre los percentiles extremos: 90 menos 10) en todas las categorías de préstamos consideradas³, siendo el incremento más intenso en las que incluyen los préstamos de mayor riesgo para los prestamistas (hogares para finalidades distintas de vivienda y consumo y sociedades no financieras de menos de 1 millón). En el período más reciente se detecta una cierta reversión de esta tendencia, aunque, en casi todos los casos, el grado de dispersión actual continúa estando por encima del registrado antes de la crisis.

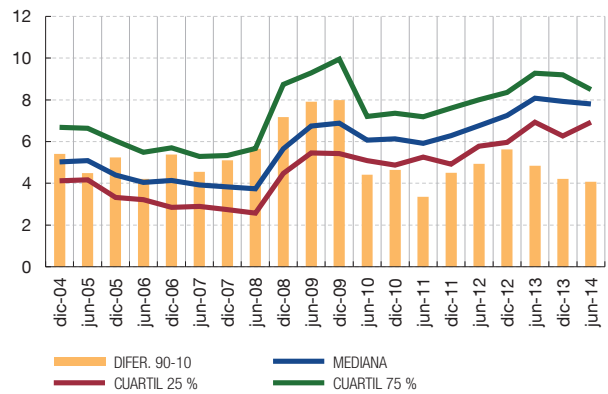
³ El descenso que se observa en la dispersión de los tipos de interés en el crédito para consumo a partir de 2010 está asociado al cambio estadístico que tuvo lugar (véase nota a pie de página número 2).

DIFERENCIAL CON EL EURÍBOR A UN AÑO

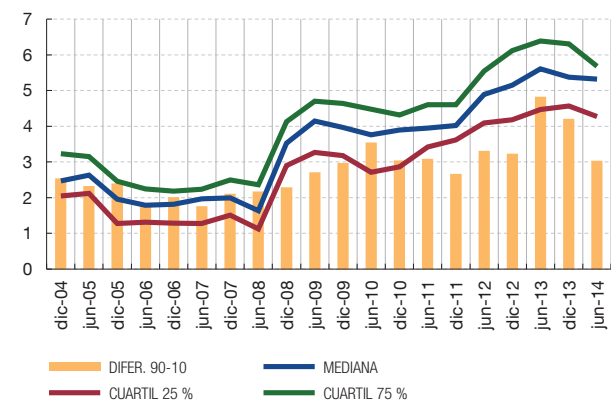
CRÉDITO. HOGARES VIVIENDA



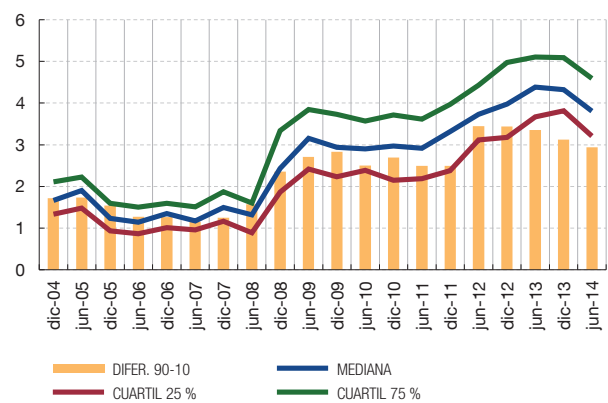
CRÉDITO. HOGARES CONSUMO (a)



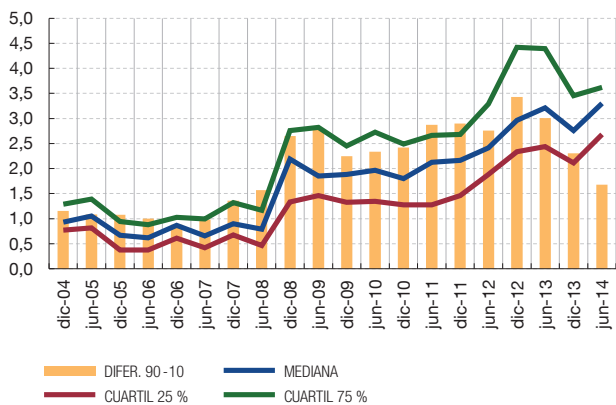
CRÉDITO. HOGARES OTROS FINES



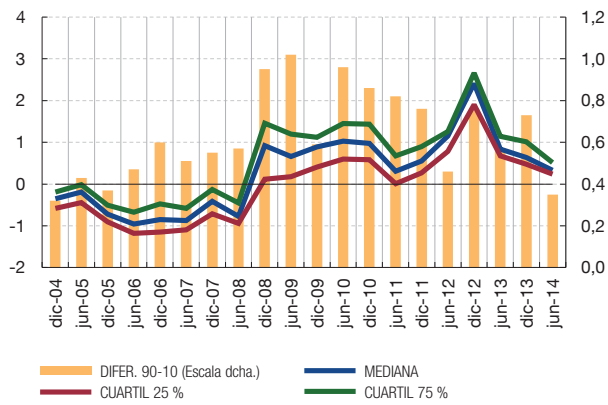
CRÉDITO. SOCIEDADES NO FINANCIERAS HASTA 1 MILLÓN DE EUROS



CRÉDITO. SOCIEDADES NO FINANCIERAS DE MAS DE 1 MILLÓN DE EUROS



DEPÓSITOS. HOGARES HASTA UN AÑO



FUENTES: Banco de España y Eurosistema.

a La serie está afectada por un cambio estadístico a partir de junio de 2010, que provocó una ruptura en la serie al excluir de esta categoría algunas operaciones con tipos de interés más elevados.

La existencia de diferencias entre entidades en los tipos de interés aplicados en una misma categoría de préstamos puede deberse a la distinta especialización de los intermediarios. Por ejemplo, aquellos que se centren en operaciones de mayor riesgo tenderán a aplicar unos tipos de interés más elevados que les compensen de los mayores riesgos

asumidos. Asimismo, también puede ser el resultado de distintas políticas de fijación de precios. Con la información que se utiliza en este trabajo no es posible separar con precisión qué parte de las diferencias en los tipos de interés entre entidades se debe a cada uno de esos dos elementos, ya que no se conoce el perfil de riesgo de sus operaciones. En consecuencia, los resultados del análisis del incremento de la dispersión que siguen se deben interpretar con cautela.

El aumento de la dispersión de los tipos de interés del crédito tras el inicio de la crisis debe reflejar, al menos en parte, el incremento del riesgo de crédito que esta trajo consigo. Ello habría provocado un ascenso de los tipos de interés medios aplicados por las entidades más especializadas en operaciones de mayor riesgo en relación con los correspondientes a aquellos intermediarios con una orientación más conservadora.

Menos evidente es el efecto que ha podido provocar la crisis en la dispersión de las políticas de fijación de precios por parte de las entidades. Para analizar este aspecto, en el siguiente apartado se estudia hasta qué punto los tipos de interés aplicados por las entidades guardan relación con algunas de sus características fundamentales.

En los depósitos también se detecta un repunte de la dispersión de los tipos de interés con el inicio de la crisis, si bien mucho más moderado que el que se observa en el crédito. Tras la reversión de esta trayectoria en el período más reciente, se ha retornado a un nivel similar al existente antes de la crisis. A diferencia de lo que ocurre con los préstamos, los elementos relacionados con el riesgo del cliente no desempeñan en este caso ningún papel porque el riesgo relevante es el de la entidad y la existencia del Fondo de Garantía de Depósitos contribuye a limitarlo. Esto, junto con las actuaciones llevadas a cabo para disminuir los riesgos de que una excesiva remuneración de los depósitos pudiera afectar negativamente a la situación de las entidades (junio 2011-agosto 2012 y, posteriormente, desde diciembre de 2012)⁴, han contribuido a moderar el incremento de la dispersión de los tipos de interés aplicados a estos instrumentos.

Relación entre los tipos de interés del crédito y las características de las entidades bancarias

Con el fin de analizar hasta qué punto el incremento observado de los tipos de interés del crédito guarda alguna relación con la situación económica y financiera de las entidades, se han calculado, primeramente, correlaciones parciales para varios períodos anteriores y posteriores al inicio de la crisis (diciembre de 2004, 2006, 2009, 2012, 2013 y junio de 2014), entre diversas variables que miden algunas de las características principales de las entidades y los tipos de interés de las distintas categorías de préstamos, incluyendo un agregado que se obtiene a partir de una media ponderada de los tipos de interés de todas las modalidades⁵. Las variables consideradas son una serie de indicadores relacionados con la rentabilidad y la calidad crediticia de la cartera de los intermediarios, tales como los diferentes márgenes de la cuenta de resultados, la ratio de morosidad, el coste medio de la financiación ajena⁶ y el tipo de interés de los depósitos de clientes.

Los resultados de este ejercicio se recogen en el cuadro 1. Concretamente, se muestra el signo del coeficiente de correlación y el valor del estadístico R² que proporciona una medida de su grado de significatividad. En negrita aparecen aquellos casos en los que el

4 Como se puede apreciar en el gráfico 2, en esas fechas se produjo una reducción tanto del diferencial como de la dispersión de los tipos, especialmente en el período más reciente.

5 Las ponderaciones se basan en el saldo medio a lo largo del período para el total de la muestra, de tal forma que los porcentajes aplicados son los mismos en cada período y para cada entidad, para evitar posibles influencias de cambios en la estructura del negocio por entidades o a lo largo del período.

6 Esta variable se obtiene dividiendo los costes financieros registrados en la cuenta de resultados del trimestre considerado por el saldo medio trimestral en el balance de los pasivos que los generan.

CORRELACIONES ENTRE LOS TIPOS DE INTERÉS DEL CRÉDITO Y LAS VARIABLES DE RENTABILIDAD, SOLVENCIA Y COSTE DE FINANCIACIÓN DE LAS ENTIDADES

CUADRO 1

Signo del coeficiente de correlación y valores de R2 (a)

	Margen de intermediación		Margen ordinario		Margen de explotación		Ratio de activos dudosos		Coste medio de financiación (b)		Tipo medio depósitos	
	Signo	R2	Signo	R2	Signo	R2	Signo	R2	Signo	R2	Signo	R2
Tipo de interés sintético del crédito (c)												
2004 IV TR	+	0,02	+	0,00	+	0,00	+	0,04	+	0,22	+	0,11
2006 IV TR	+	0,05	+	0,06	+	0,06	+	0,01	+	0,07	-	0,01
2009 IV TR	+	0,03	+	0,02	+	0,01	+	0,02	+	0,11	+	0,17
2012 IV TR	+	0,07	+	0,01	+	0,01	+	0,01	+	0,13	+	0,28
2013 IV TR	-	0,05	-	0,08	-	0,05	-	0,05	+	0,59	+	0,16
2014 II TR	+	0,01	+	0,08	+	0,02	+	0,02	+	0,43	+	0,06
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda												
2004 IV TR	+	0,00	+	0,00	+	0,00	+	0,04	-	0,00	+	0,05
2006 IV TR	+	0,02	+	0,02	+	0,03	-	0,02	-	0,00	-	0,02
2009 IV TR	+	0,01	+	0,01	+	0,01	+	0,19	+	0,21	+	0,24
2012 IV TR	-	0,00	+	0,00	+	0,03	-	0,00	-	0,02	+	0,00
2013 IV TR	-	0,01	-	0,01	-	0,00	-	0,01	+	0,03	+	0,07
2014 II TR	-	0,01	+	0,13	+	0,16	+	0,05	+	0,15	+	0,02
Tipo de interés de los préstamos a hogares para consumo												
2004 IV TR	+	0,09	+	0,09	+	0,10	-	0,00	+	0,01	+	0,00
2006 IV TR	+	0,02	+	0,01	+	0,05	+	0,00	+	0,02	-	0,01
2009 IV TR	+	0,03	+	0,01	+	0,02	+	0,00	+	0,01	+	0,02
2012 IV TR	+	0,09	+	0,04	+	0,08	-	0,04	-	0,06	-	0,01
2013 IV TR	-	0,00	-	0,01	+	0,01	-	0,02	+	0,01	-	0,01
2014 II TR	-	0,05	+	0,02	+	0,08	-	0,00	+	0,11	-	0,06
Tipo de interés de los préstamos a hogares para otros fines												
2004 IV TR	+	0,00	-	0,00	-	0,00	+	0,05	+	0,12	+	0,04
2006 IV TR	+	0,00	+	0,06	+	0,06	+	0,00	+	0,06	-	0,00
2009 IV TR	+	0,04	+	0,06	+	0,13	+	0,04	+	0,05	+	0,05
2012 IV TR	-	0,01	-	0,01	-	0,00	+	0,01	+	0,02	+	0,09
2013 IV TR	-	0,04	-	0,01	-	0,00	+	0,00	+	0,36	-	0,06
2014 II TR	-	0,00	+	0,01	+	0,03	+	0,05	+	0,44	-	0,06
Tipo de interés de los préstamos a sociedades no financieras de hasta 1 millón de euros												
2004 IV TR	+	0,10	+	0,01	+	0,03	+	0,02	+	0,12	+	0,15
2006 IV TR	+	0,15	+	0,11	+	0,13	+	0,02	+	0,01	-	0,02
2009 IV TR	+	0,05	+	0,01	+	0,00	-	0,00	+	0,18	+	0,09
2012 IV TR	-	0,04	-	0,03	-	0,05	+	0,18	+	0,17	+	0,17
2013 IV TR	-	0,03	-	0,01	-	0,01	-	0,03	+	0,66	+	0,18
2014 II TR	+	0,00	+	0,02	+	0,00	+	0,12	+	0,27	+	0,00
Tipo de interés de los préstamos a sociedades no financieras de más de 1 millón de euros												
2004 IV TR	+	0,00	+	0,00	+	0,00	+	0,05	+	0,07	+	0,05
2006 IV TR	+	0,00	+	0,01	+	0,00	-	0,00	+	0,05	+	0,00
2009 IV TR	+	0,00	+	0,00	+	0,00	+	0,04	+	0,03	+	0,10
2012 IV TR	+	0,07	+	0,02	+	0,03	-	0,02	+	0,05	+	0,21
2013 IV TR	-	0,05	-	0,15	-	0,11	-	0,01	+	0,05	+	0,06
2014 II TR	+	0,03	-	0,02	-	0,01	+	0,00	+	0,02	+	0,26

FUENTE: Banco de España.

a En negrita, los valores estadísticamente significativos con un nivel de confianza del 95%.

b Calculado, para cada trimestre, como la ratio entre los costes totales del pasivo y el saldo medio del balance.

c Media ponderada de los tipos de todas las categorías contempladas, usando para el cálculo los saldos medios para todo el período de cada una de ellas.

coeficiente es estadísticamente significativo con un nivel de confianza del 95 %. Como puede observarse, no se detecta ninguna relación significativa entre los tipos de interés del crédito y las variables que aproximan la rentabilidad y la calidad de la cartera de los intermediarios, ni antes ni después del inicio de la crisis. Por el contrario, se encuentra cierta evidencia de una relación positiva y significativa, tanto en el agregado sintético como en algunas categorías de préstamos, con los indicadores que miden el coste de financiación, especialmente en el período posterior al inicio de la crisis. Por tipo de préstamos, esta relación es más clara en los destinados a sociedades por importe inferior a 1 millón de euros (en los que se incluyen las operaciones con las pymes) y, además, parece haberse reforzado en el período más reciente.

Estos resultados parecen indicar que los factores relacionados con la rentabilidad y la calidad del conjunto de la cartera de cada entidad no tienen una influencia directa sobre los niveles de los tipos de interés aplicados por estas en las operaciones de préstamo a su clientela. En cambio, existe cierta evidencia de que, en algunos segmentos, las entidades trasladan más fácilmente a sus clientes las variaciones en sus costes de financiación, sobre todo en aquellos, como el de la financiación a las pymes, en los que, por sus características, existen *a priori* mayores dificultades para que el prestatario sustituya a la entidad bancaria proveedora de fondos por otra distinta y no existen vías de financiación alternativas a la bancaria⁷. Alternativamente, estos resultados también podrían reflejar el hecho de que las entidades que tienden a especializarse en operaciones de mayor rentabilidad y riesgo soportan un coste de financiación más elevado. Sin embargo, no es obvio por qué este factor debería haber ganado importancia en el período reciente y por qué sus efectos se observan con mayor claridad en el segmento de las pymes y no, por ejemplo, en el del crédito para consumo.

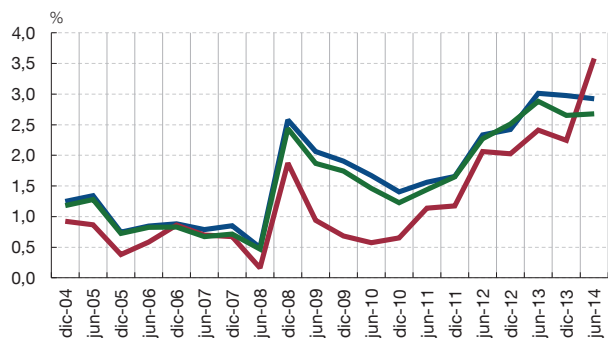
Adicionalmente, en el gráfico 3 se muestra la evolución de los diferenciales con el euríbor a un año de los tipos medios del crédito para las diversas categorías de préstamos, distinguiendo tres grupos de intermediarios: dos formados a partir de entidades nacionales, separando las que han tenido que someterse a un plan de reestructuración (las englobadas en los denominados «grupos 1 y 2»⁸) del resto, y un tercero que engloba a las entidades extranjeras, tanto sucursales como filiales. Se presenta también la evolución del diferencial con el euríbor a un año de los tipos de interés de los depósitos a plazo y del coste medio de los pasivos para cada uno de los tres grupos, con el propósito de comprobar hasta qué punto las diferencias entre los tipos de interés del crédito están relacionadas con las que se observan en los costes de financiación.

Como puede observarse en el gráfico 3, los diferenciales sobre el euríbor a un año de los tipos de interés de los distintos instrumentos han seguido una evolución similar en los tres grupos considerados, lo que parece confirmar que en la trayectoria de dichos diferenciales han predominado los factores generales que afectan por igual a todas las entidades y no los particulares ligados a la distinta situación de cada una. Se aprecia, no obstante, que las

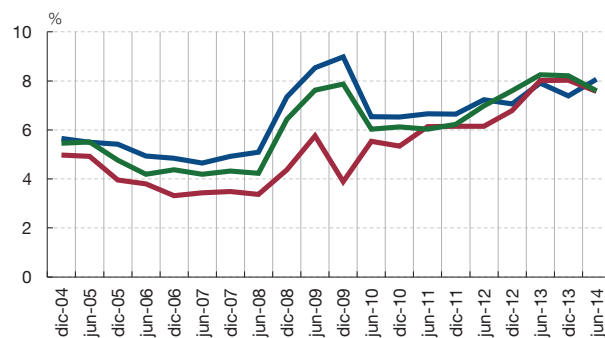
7 Estas mayores dificultades proceden del hecho de que en este tipo de préstamos la existencia de relaciones bancarias desempeña un papel relativamente importante en la decisión de concesión, debido a la comparativamente menor información pública disponible sobre la calidad crediticia del acreditado.

8 De acuerdo con las categorías que se establecieron en el contexto del proceso de reestructuración y recapitalización del sistema financiero español. Concretamente, estos dos grupos están formados por las entidades que presentaron un déficit de capital en la prueba de resistencia, cuyos resultados se publicaron en septiembre de 2012, y que se consideró que no podían cubrirlo por sus propios medios. Se trata, por tanto, de entidades en una situación financiera y patrimonial de mayor debilidad. En fechas anteriores, si la entidad englobada en esos grupos era producto de la fusión de varias entidades se han agregado los datos de todas las fusionadas. Posteriormente, solo se han incluido los datos correspondientes a aquellas que no han desaparecido como resultado del proceso de reestructuración.

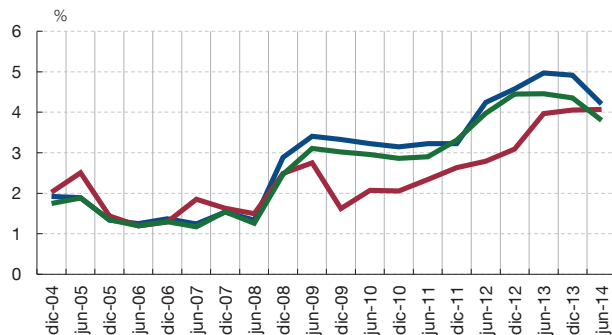
CRÉDITO HOGARES VIVIENDA



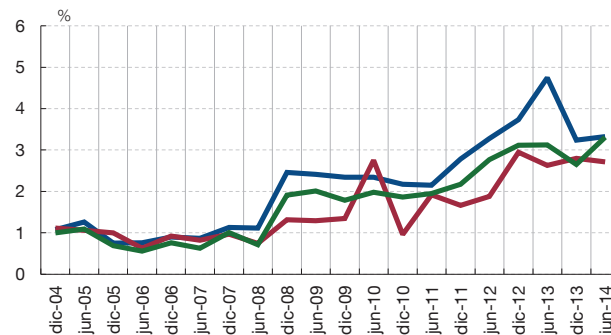
CRÉDITO HOGARES CONSUMO (b)



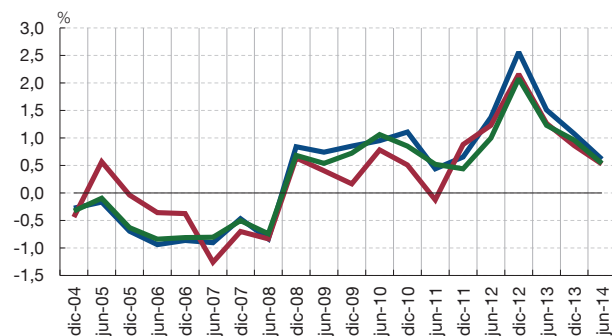
CRÉDITO SOCIEDADES NO FINANCIERAS HASTA 1 MILLÓN DE EUROS



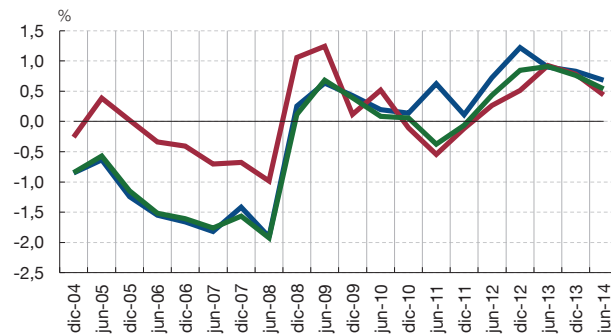
CRÉDITO SOCIEDADES NO FINANCIERAS DE MÁS DE 1 MILLÓN DE EUROS



DEPÓSITOS A PLAZO



COSTE MEDIO DEL PASIVO (d)



— G1-G2 (c) — BANCA EXTRANJERA — RESTO NACIONAL

FUENTES: Banco de España y Eurosistema.

- a Media simple de los valores de las entidades del grupo.
- b La serie está afectada por un cambio estadístico a partir de junio de 2010, que provocó una ruptura en la serie al excluir de esta categoría algunas operaciones con tipos de interés más elevados.
- c Este grupo incluye las entidades clasificadas en los grupos 1 y 2 en el contexto del plan de recapitalización y reestructuración del sector bancario. Para períodos anteriores, en los casos en que la entidad fuera resultante de operaciones de fusión entre varias, se han agregado todas las fusionadas. En períodos posteriores, solo se han incluido las entidades que aún no han desaparecido.
- d Calculado para cada trimestre, como el ratio entre los costes totales del pasivo y el saldo medio del balance.

discrepancias en los niveles de tipos de interés entre los tres grupos, que antes del inicio de la crisis eran generalmente muy reducidas, se han acrecentado algo desde entonces. Concretamente, los tipos de interés aplicados por la banca extranjera en las operaciones crediticias han tendido a situarse por debajo de los de la banca nacional en casi todas las modalidades de préstamos, al tiempo que los costes de financiación de dichas entidades se han elevado (respecto a las rentabilidades interbancarias) en menor medida que en el

caso de las entidades españolas. La menor presión sobre los costes de financiación parece, por tanto, que podría contribuir a explicar los niveles más reducidos de los tipos de interés del crédito aplicados por los intermediarios extranjeros⁹. En todo caso, en el período más reciente, las diferencias en los precios del crédito entre esos dos grupos han tendido a reducirse en la mayoría de los segmentos e incluso a desaparecer en algunos.

Por otra parte, en el gráfico 3 se observa cómo, desde el inicio de la crisis, los tipos de interés del crédito aplicados por las entidades que han estado sujetas a procesos de reestructuración han tendido a situarse por encima de los del resto de las entidades nacionales (y de la banca extranjera), al tiempo que sus costes medios de financiación han sido también algo más elevados. De nuevo, aunque es posible que una parte de estas discrepancias pueda recoger los efectos de diferencias en el perfil de riesgo de las operaciones, parece que el mayor precio del crédito concedido por las entidades sujetas a procesos de reestructuración podría estar relacionado con los costes de financiación más altos que han soportado. Asimismo, este resultado es coherente con la evidencia disponible sobre los volúmenes de crédito, que indica que este tipo de entidades ha venido aplicando una mayor contracción de su oferta crediticia desde el inicio de la crisis, en comparación con la del resto de los intermediarios¹⁰.

Por último, la comparación entre la media simple, la mediana y la media ponderada por volumen de los tipos de interés de las operaciones de crédito proporciona también información interesante sobre la distribución de esta variable por entidades. En particular, permite conocer hasta qué punto la distribución es simétrica alrededor de la mediana y si las entidades más activas en cada segmento aplican unos tipos de interés más elevados o más reducidos que el resto. El resultado de este ejercicio puede apreciarse en el gráfico 4. En primer lugar, se observa que, en general, la mediana y la media simple se sitúan en niveles muy parecidos en todas las modalidades de préstamos consideradas. Ello indica que estas distribuciones son bastante simétricas. La comparación entre la media simple (y la mediana) y la media ponderada por volumen evidencia mayores diferencias, especialmente desde el inicio de la crisis. Así, en el caso de los préstamos a los hogares para adquisición de vivienda y, especialmente, en el de los destinados a sociedades por un volumen superior al millón de euros, se observa cómo, desde el inicio de la crisis, la media ponderada por volumen se ha tendido a situar por debajo de la media simple y de la mediana, mientras que en el período previo apenas había diferencias. Ello indica que, desde entonces, las entidades más activas en el mercado han aplicado, en promedio, unos tipos de interés más reducidos que los del resto de los intermediarios. Este resultado podría ser consecuencia del desplazamiento de la demanda hacia aquellas entidades que ofrecen unos tipos más reducidos y/o de que los intermediarios que practican una política más expansiva de cantidades son también los que ofrecen unos tipos de interés más atractivos.

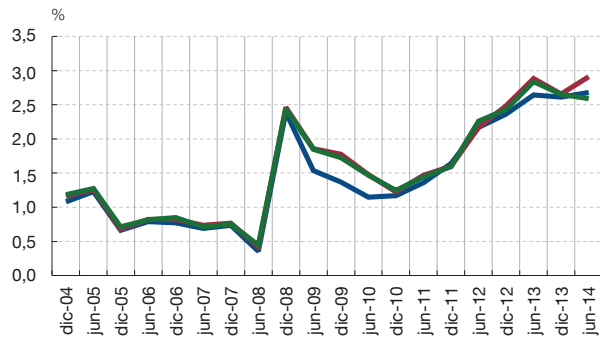
Por el contrario, en el segmento de préstamos a sociedades por importe inferior al millón de euros, la divergencia entre la media simple y la ponderada se empezó a observar más tarde (a partir de 2012) y su signo es el contrario que el que se aprecia en los dos segmentos anteriores: la media ponderada es más elevada que la simple. Ello indica que las entidades más activas en esta modalidad de préstamos aplican, en promedio, unos tipos de

9 Es posible también que una parte de esas diferencias responda a una mayor especialización de la banca foránea en operaciones de menor riesgo, aunque, como se ha comentado anteriormente, la información disponible no permite confirmar hasta qué punto las diferencias en los tipos de interés reflejan perfiles de riesgo distinto de las operaciones.

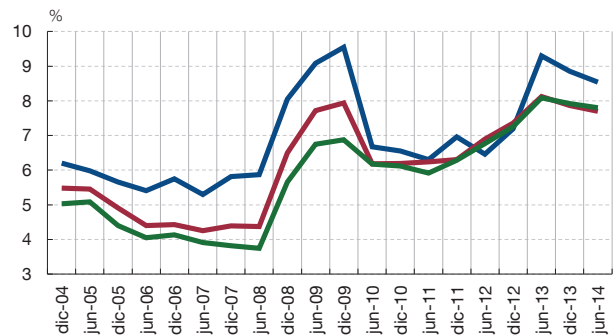
10 Para evidencia sobre este punto pueden consultarse Fuentes (2013), Martínez *et al.* (2014) y Martínez (2014).

DIFERENCIALES CON EL EURIBOR A UN AÑO

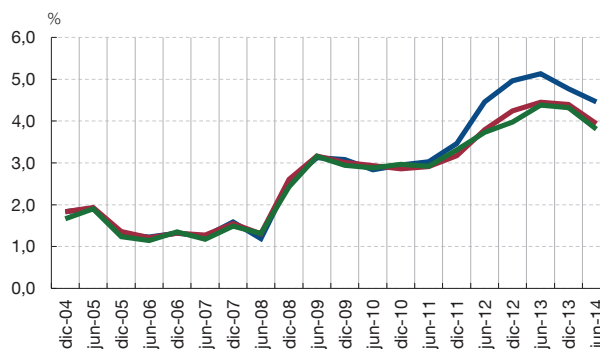
HOGARES VIVIENDA



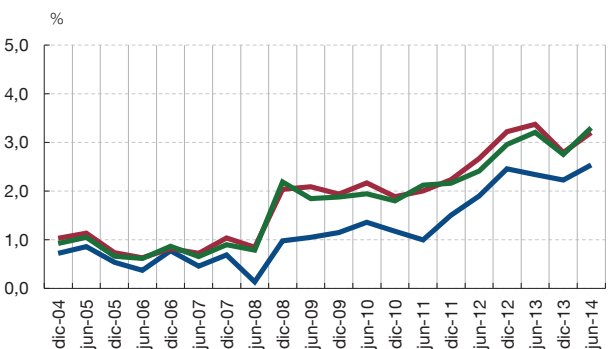
HOGARES CONSUMO (a)



SOCIEDADES NO FINANCIERAS HASTA 1 MILLÓN DE EUROS



SOCIEDADES NO FINANCIERAS DE MÁS DE 1 MILLÓN DE EUROS



— MEDIA PONDERADA — MEDIA SIMPLE — MEDIANA

FUENTES: Banco de España y Eurosistema.

a La serie está afectada por un cambio estadístico a partir de junio de 2010, que provocó una ruptura en la serie al excluir de esta categoría algunas operaciones con tipos de interés más elevados.

interés más elevados que los del resto de los intermediarios. Este resultado podría reflejar bien una mayor dificultad de los acreditados para desplazarse hacia entidades con precios más atractivos en comparación con lo que ocurre con los préstamos para adquisición de vivienda o los destinados a grandes empresas, o que las entidades más activas aplican una política menos restrictiva de cantidades, pero a costa de cargar unos costes más elevados dado el mayor riesgo asumido en comparación con otros competidores. De nuevo, la información disponible no permite discriminar entre estas dos hipótesis.

Por último, en el segmento de crédito para consumo se observa que, a partir de junio de 2010, se produce un estrechamiento entre la media simple y la ponderada, que refleja previsiblemente el impacto del cambio estadístico que se comentó en la nota a pie de página número 2.

Conclusiones

La evidencia presentada en este artículo muestra que los diferenciales de los tipos de interés de las nuevas operaciones crediticias en España en relación con las rentabilidades interbancarias, que reflejan, fundamentalmente, las expectativas sobre los tipos de interés de política monetaria, tendieron a aumentar desde el inicio de la crisis. Aunque recientemente se ha observado una cierta reversión de esta trayectoria en algunos segmentos, en la actualidad, el coste de la financiación bancaria de las empresas y de las familias sigue siendo alto en relación con el tono expansivo de la política monetaria del Eurosistema.

Con las cautelas necesarias, debido a las limitaciones de la información disponible, los resultados de este trabajo apuntan a que un factor importante que ayuda a explicar que los tipos de interés del crédito sean relativamente elevados en España es la fragmentación de los mercados financieros europeos, que todavía persiste a pesar de la mejoría de los últimos trimestres. Esto hace que el tono expansivo de la política monetaria del Eurosistema no se transmita completamente al coste de financiación de los bancos españoles.

Además, los elevados tipos del crédito también parecen reflejar las mayores primas de riesgo que aplican las entidades en comparación con la situación anterior a la crisis, como consecuencia del mayor riesgo percibido de sus acreditados, lo que está relacionado con la evolución del ciclo económico y de la incertidumbre.

Los factores relacionados con la situación específica de cada entidad parecen haber tenido, por el contrario, una influencia comparativamente menor y habrían actuado principalmente en segmentos como el de la financiación de las pymes, en los que, por sus características, los acreditados tienen mayores dificultades para sustituir a su prestamista habitual por otro.

Los resultados de este artículo sugieren, por tanto, que la normalización de los tipos de interés del crédito hacia cotas más próximas a las que se corresponderían con las expectativas de la política monetaria, que reflejan las rentabilidades interbancarias, está fundamentalmente condicionada a que se siga avanzando en la reintegración de los mercados financieros europeos y a que se mantenga la mejoría de las perspectivas macroeconómicas en España. Lo primero contribuirá a un abaratamiento de la financiación de las entidades y lo segundo, a una reducción de las primas de riesgo que aplican.

8.10.2014.

BIBLIOGRAFÍA

- FUENTES, I. (2013). «Un análisis de las diferencias entre entidades de crédito en la evolución del crédito al sector privado durante la crisis», *Boletín Económico*, marzo, Banco de España.
- MARTÍNEZ, C., A. MENÉNDEZ y M. MULINO (2014). «Un análisis desagregado de la evolución reciente del crédito empresarial», *Boletín Económico*, junio, Banco de España.
- MARTINEZ, J. (2014). «Impacto de los planes de reestructuración sobre el crédito a las sociedades no financieras», *Boletín Económico*, julio, Banco de España.

Introducción

Durante el primer semestre de 2014, en América Latina se acentuó la tendencia a la desaceleración de la actividad que viene observándose desde 2011. La tasa de crecimiento interanual en el promedio de las seis principales economías¹ se moderó hasta el 0,7 % en el segundo trimestre, desde el 2,3 % del primero, un crecimiento 2 puntos porcentuales (pp) inferior al registrado en promedio en 2012 y 2013.

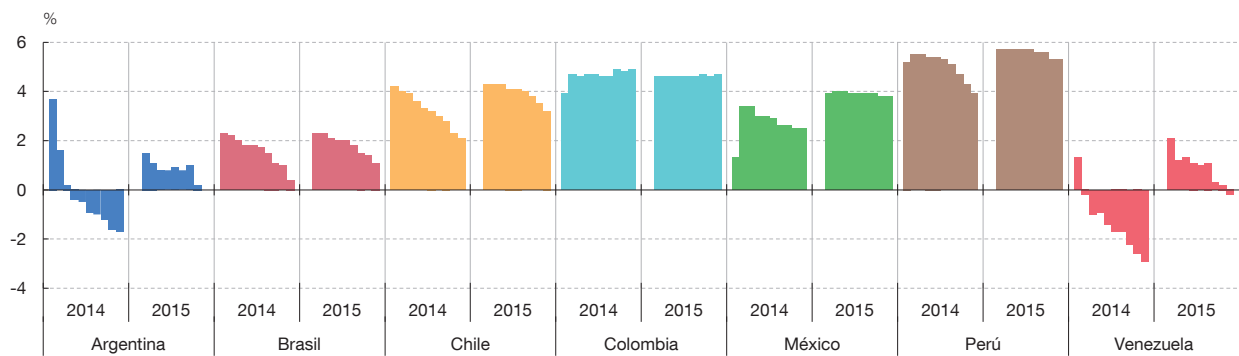
Aunque la economía mundial tuvo un comportamiento peor de lo esperado en la primera mitad del año y el ciclo alcista de los precios de las materias primas siguió dando muestras de agotamiento, la evolución desfavorable del entorno exterior no parece suficiente para explicar la intensidad de la ralentización experimentada por la economía latinoamericana, que fue mucho más acusada que la registrada en otras regiones emergentes —incluyendo Europa del Este, que potencialmente se ha podido ver más afectada por la debilidad de la zona del euro y por la crisis en Ucrania—. El débil crecimiento económico del primer trimestre en Estados Unidos —que tuvo un impacto temporal en economías muy integradas comercialmente, como la de México— se compensó parcialmente en el segundo; además, los temores existentes a comienzos de 2014 sobre una desaceleración brusca de la economía china tendieron a disiparse tras las medidas de estímulo adoptadas en el país. Por último, y como principal factor de soporte externo, las condiciones financieras internacionales brindaron un nuevo paréntesis de estabilidad, que benefició a los activos de riesgo; entre ellos, a los de los mercados emergentes, y en particular a los de América Latina. Así, desde el segundo trimestre hasta comienzos de septiembre se observó una estabilización de los tipos de cambio, con alguna excepción: una muy notable subida de las bolsas, que contrasta con la fase cíclica, y un estrechamiento importante en los diferenciales soberanos de la mayoría de los países de América Latina, sin que el agravamiento de los riesgos geopolíticos tuviera un impacto duradero en los mercados. Sin embargo, estas tendencias positivas han revertido en las últimas semanas.

Al término del primer semestre del año, entre las economías más importantes de la región, Brasil y Argentina (y posiblemente Venezuela) estaban en una situación cíclica recesiva, en Chile y Perú se ha producido una desaceleración muy significativa, y tan solo Colombia y México registraban un mayor dinamismo en la actividad, que se refleja en la estabilidad de sus previsiones de crecimiento para 2015, en medio de una revisión a la baja generalizada (véase gráfico 1). En conjunto, América Latina podría anotar en 2014 su menor tasa de crecimiento desde la crisis.

Por su parte, la inflación ha seguido mostrando cierta resistencia, más evidente en las economías con una gestión macroeconómica más heterodoxa, en las que se registran tasas interanuales de dos dígitos con tendencia creciente. También en varios de los países con regímenes de objetivos de inflación —Brasil, así como México y Chile— la tasa interanual del IPC ha repuntado. En este contexto, aunque ha habido cierta divergencia entre las políticas monetarias de los distintos países, el sesgo general ha sido hacia la relajación. México, Chile y Perú aprovecharon el margen otorgado por sus fundamentos económicos y la credibilidad ganada por sus políticas, y recortaron sus tipos de interés. Brasil dio por concluido el ciclo de tensionamiento monetario el pasado mes de abril, tras una

¹ El agregado de América Latina incluye seis países: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Se ha excluido Venezuela, por falta de publicación de los datos de Contabilidad Nacional desde finales de 2013.

EVOLUCIÓN DE LAS PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB PARA 2014-2015 (a)



FUENTE: *Latin American Consensus Forecasts*.

a Previsiones publicadas entre diciembre de 2013 y septiembre de 2014.

elevación acumulada de 375 puntos básicos (pb) en un año, y ha mantenido el tipo de interés oficial en el 11 % desde esa fecha, pero ha relajado recientemente el coeficiente de caja para ampliar la liquidez. Colombia ha sido el único país que ha subido su tipo de interés oficial, en 125 pb, en un contexto de fortaleza de la demanda interna.

Las vulnerabilidades presentes en varios países latinoamericanos, y que en mayo de 2013 —cuando surgió el debate en torno al comienzo de la retirada de los estímulos monetarios por parte de la Reserva Federal— impulsaron un fuerte aumento de la volatilidad en los mercados financieros de la región, han empezado a corregirse en algunos casos, pero solo de forma incipiente. Así, el déficit corriente en el conjunto de las seis principales economías se sitúa aún en el 2,9 % del PIB, a pesar de la moderación de la demanda interna y del ajuste experimentado por los tipos de cambio, si bien ha dejado de ampliarse. En el ámbito fiscal, en mayor o menor medida han tendido a introducirse estímulos en varios países, a pesar de que el déficit público se ha ampliado hasta el 3 % del PIB en el promedio de la región.

Es posible que, tras la debilidad mostrada por la actividad en América Latina en la primera parte de 2014, en próximos trimestres las tasas de crecimiento alcancen ritmos más alineados con el potencial (este podría ser el caso de México), que en cualquier caso se estima inferior al previo a la crisis para la mayoría de los países. Sin embargo, hay importantes elementos de riesgo. El principal deriva de un posible endurecimiento de las condiciones financieras globales (cuyo impacto se vería en parte compensado por un crecimiento global más dinámico), pero también hay riesgos internos, como la prolongada debilidad de la inversión —que parece presentar un componente regional asociado, entre otros factores, al final del ciclo de las materias primas y que podría tener un efecto más duradero sobre el crecimiento— y los importantes desequilibrios que presentan algunos países (Argentina y Venezuela, en particular), que posiblemente acentúen las divergencias económicas en próximos meses. En este contexto, es primordial que las políticas económicas mantengan un tono compatible con la progresiva corrección de las vulnerabilidades aún presentes en la región.

Entorno exterior

La economía mundial experimentó un avance inferior al esperado en el primer semestre de 2014. Las sorpresas negativas en los registros de crecimiento se apreciaron tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. Entre las primeras destacó la contracción

de la economía de Estados Unidos en el primer trimestre como consecuencia de factores transitorios —un clima particularmente adverso y un marcado descenso de las existencias—, si bien en el segundo trimestre experimentó un rebote apreciable y se espera que retome ritmos de avance en el entorno del 3% a partir del segundo semestre del año. Además, en el segundo trimestre la actividad se desaceleró significativamente en el área del euro, mientras que en Japón el impacto de la subida de la imposición sobre el consumo fue algo mayor de lo anticipado. La inflación en las economías avanzadas ha permanecido en niveles reducidos, con la excepción de Japón, donde se ha situado por encima del 3% como consecuencia de la mencionada subida impositiva.

Las economías emergentes en su conjunto también experimentaron una cierta ralentización en el primer semestre de 2014. En particular, en China se apreciaron indicios de una pérdida de dinamismo de la economía en el primer trimestre, aunque los apoyos de política económica revirtieron esta tendencia en el segundo. Además de en América Latina, la reducción del crecimiento ha sido particularmente intensa en Rusia y en los países de su entorno por el conflicto geopolítico en Ucrania. La inflación en estas economías ha mostrado una relativa estabilidad en los últimos meses, con algunas divergencias entre regiones.

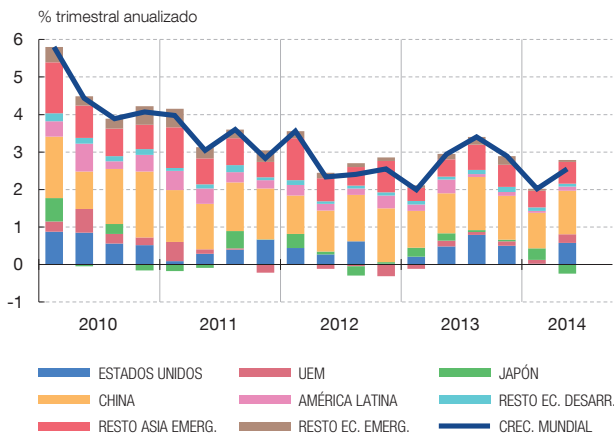
Una vez superados algunos de los factores transitorios que contribuyeron al crecimiento decepcionante en la primera mitad del ejercicio, cabe esperar que la economía mundial bascule hacia una senda de recuperación, que, no obstante, será previsiblemente frágil y crecientemente desigual entre regiones. En todo caso, el balance de riesgos se ha ido inclinando progresivamente a la baja en los últimos meses. Entre los principales riesgos cabe destacar el de un agravamiento de los diversos focos de tensión geopolítica, la reversión de la situación de bonanza en los mercados financieros, la prolongación de la situación de inflación excesivamente baja en algunas economías avanzadas y, a un horizonte más dilatado, la tendencia hacia crecimientos potenciales más bajos tanto en avanzadas como en emergentes.

Mercados financieros y financiación exterior

En contraste con la ralentización de la actividad en la primera mitad de 2014 y la progresiva revisión a la baja de las previsiones de crecimiento, los mercados financieros mostraron un comportamiento predominantemente positivo entre abril y septiembre, que se reflejó en una búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores, en un contexto de amplia liquidez global. De este modo, se mantuvo la dicotomía que se venía observando en ejercicios anteriores entre una economía real que no consigue afianzar la senda de recuperación y unos mercados financieros que seguían mostrando una evolución favorable. No obstante, ante la creciente divergencia en el tono de las políticas monetarias entre las principales economías avanzadas, el dólar registró una apreciación generalizada, en paralelo con un aumento de su volatilidad. Además, en las últimas semanas se ha producido un episodio de corrección en los mercados, que ha tenido especial intensidad en aquellos segmentos en los que parecía que se estaban acumulando mayores niveles de sobrevaloración.

En la misma línea, la evolución de los indicadores financieros de las economías emergentes también fue, en general, positiva hasta finales de agosto. Así, se observó una recuperación de las bolsas y una tendencia al descenso de los diferenciales soberanos, en un contexto de baja volatilidad global, subida de las principales bolsas internacionales hasta máximos históricos, y tendencia a la baja de los tipos de interés a largo plazo de Estados Unidos y otras economías desarrolladas (véase gráfico 2). El descenso de los tipos de interés a largo plazo reflejó en parte una compresión de la prima por plazo, y también el descenso del tipo de interés esperado al final del ciclo alcista de Estados Unidos, además

CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL



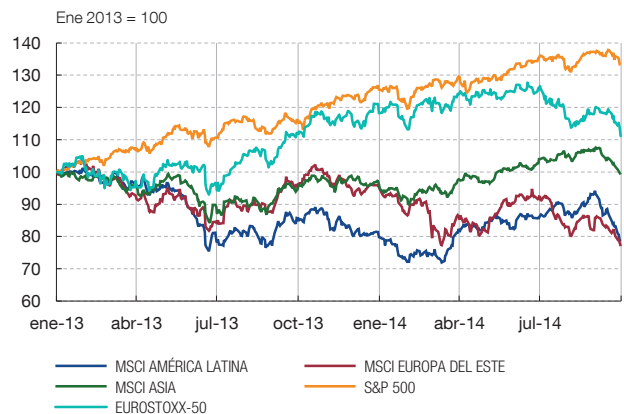
TIPOS DE INTERÉS



DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS



BOLSAS MUNDIALES (a)



FUENTES: Datastream y JP Morgan.

a Índices de bolsas en dólares.

de la relajación adicional mediante políticas no convencionales del BCE. La percepción de menores riesgos en China y la progresiva disminución de la tensión geopolítica en Ucrania contribuyeron también a mantener la tendencia positiva descrita. En paralelo, se observó una acusada recuperación de las entradas de capitales por parte de inversores minoristas en estas economías, especialmente en la bolsa, y un elevado ritmo de emisiones de renta fija en mercados internacionales. Estas superaban, a mediados de septiembre, las emisiones acumuladas en el mismo período de 2013, que marcaron un máximo histórico.

Esta tendencia fue interrumpida por algunos episodios de turbulencia global de corta duración e intensidad, derivados principalmente de la escalada de tensiones en Ucrania y Siria. Posteriormente, desde septiembre se ha vuelto a registrar una fuerte caída de las bolsas y un aumento de los diferenciales soberanos, fruto de la aparición de expectativas sobre un posible adelantamiento de las subidas de tipos en Estados Unidos y de la reaparición de algunas dudas sobre la situación económica en China. Este cambio se ha reflejado en un ajuste al alza de los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos y en una apreciación generalizada del dólar, que redujo la rentabilidad de las operaciones de *carry trade* con los mercados emergentes más líquidos.

En los mercados latinoamericanos, el índice de la bolsa regional, aproximado por el MSCI y medido en dólares, subió un 11,2 % entre abril y comienzos de septiembre (por encima de otros mercados emergentes, aunque desde niveles inferiores), para caer un 15 % a lo largo de este último mes (véase gráfico 2). En moneda local, destacó el aumento de la bolsa en Brasil, del 18,5 % desde mediados de abril hasta principios de septiembre (38 % desde marzo), así como en Perú (15,6 %) y México (12,1 %) (véase gráfico 3). La evolución contrastó con la desaceleración de la actividad en la región, y con el cambio en el ciclo de *ratings* crediticios. En este sentido, las expectativas generadas por el avance de las reformas estructurales en México, las elevadas entradas de cartera en Perú o las expectativas de un cambio de gobierno en Brasil se encuentran entre los factores locales que ayudan a explicar dichas subidas, enmarcadas en el contexto global de bonanza en los mercados financieros ya comentado. Dos de los países más ligados al ciclo de las materias primas —Chile y Colombia— registraron un comportamiento significativamente menos favorable, acrecentado, en el primer caso, por la presentación de una reforma fiscal que aumenta la presión fiscal sobre las empresas. La corrección experimentada por las bolsas latinoamericanas en septiembre ha sido superior a la de otros mercados emergentes, pues a la aversión al riesgo general se han añadido factores más específicos, como la incertidumbre electoral en Brasil (cuya bolsa ha caído casi un 13 % en septiembre), la dimisión del gobernador del Banco Central de la República Argentina o la caída del precio del petróleo, que ha arrastrado a la bolsa colombiana (-9,4 %).

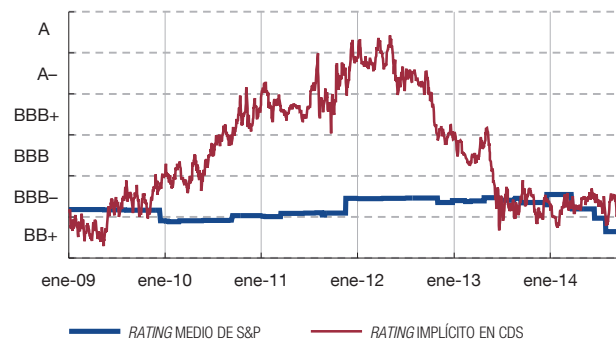
En la misma línea, los diferenciales soberanos de los países latinoamericanos mantuvieron una tendencia descendente desde mediados de abril, con una breve interrupción en agosto, si bien hacia el final del período examinado se observó un aumento significativo (véase gráfico 3). La región registró un comportamiento peor que el resto de las áreas emergentes, al ascender este indicador de riesgo más de 50 pb en el conjunto de los seis últimos meses, frente a los cerca de 20 pb del resto de mercados emergentes. Esta evolución vino determinada por los diferenciales soberanos de dos países: el de Venezuela —que se amplió más de 240 pb, hasta superar los 1.300 pb, a medida que se aproximaba el vencimiento de deuda más elevado de los dos últimos años, en un contexto de escasas reservas internacionales líquidas y recorte del *rating* soberano por parte de Standard & Poor's hasta CCC+— y el de Argentina —que registró un aumento de 48 pb, hasta 740 pb, desde el momento de la declaración de impago selectivo (véase recuadro 1)—. Los restantes diferenciales soberanos descendieron hasta comienzos de septiembre, especialmente en Chile (-17 pb, un 12 %) y en Brasil (-13 pb, un 6 %) —en este último, a pesar del cambio en las perspectivas de su calificación soberana a negativas—, pero se ampliaron significativamente en línea con el resto de emergentes a lo largo de septiembre, situándose en niveles no alcanzados desde comienzos de año. En Ecuador, el diferencial descendió en casi 100 pb, tras la mejora en un escalón de su calificación soberana, ampliándose posteriormente. También los tipos de interés de los bonos a largo plazo en moneda local registraron descensos en la mayoría de los países hasta comienzos de septiembre, corrigiendo gran parte de la tensión provocada por el anuncio de la Reserva Federal en mayo de 2013 (véase gráfico 3), y repuntaron desde esa fecha, especialmente en Brasil.

Asimismo, las primas de riesgo de crédito cotizadas en los CDS disminuyeron en toda la región hasta comienzos de septiembre, para luego aumentar ligeramente, de modo que a finales del período analizado se situaban en los niveles alcanzados en abril. Las excepciones las constituyeron Argentina y Venezuela. Estas primas estarían ahora más en línea con los *ratings* otorgados por la agencias de calificación (véase gráfico 3). Por países, los mercados cotizan implícitamente subidas del *rating* soberano en México y Colombia, y recortes entre uno y dos escalones de los *ratings* de Perú y Chile.

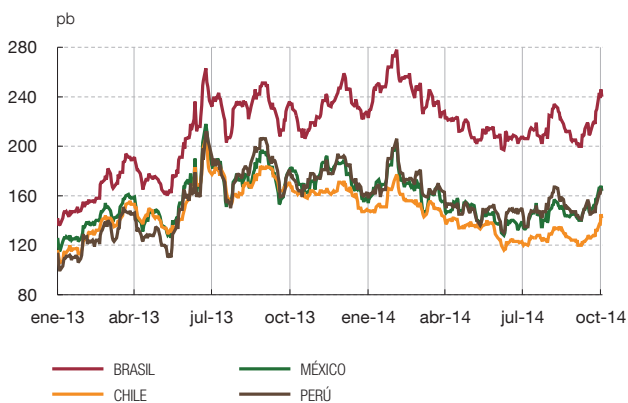
ÍNDICES DE BOLSA



RATING Y RATING IMPLÍCITO EN LOS CDS SOBERANOS



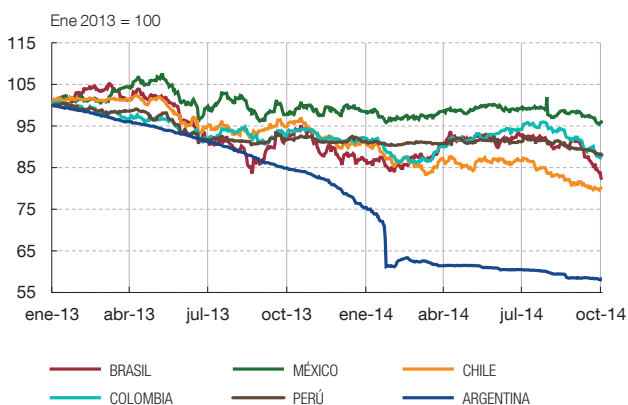
DIFERENCIALES SOBERANOS



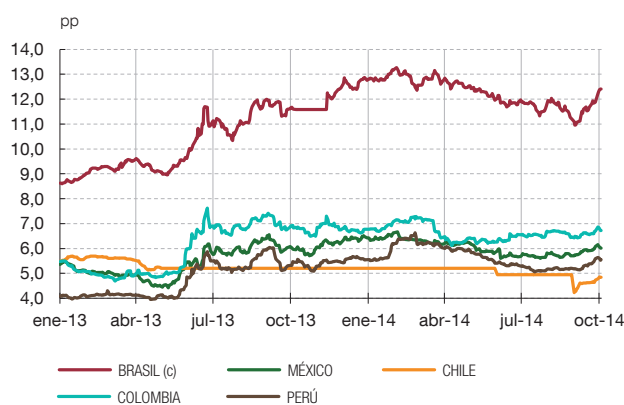
DIFERENCIALES SOBERANOS



TIPO DE CAMBIO NOMINAL FRENTE AL DÓLAR



TIPOS DE INTERÉS DE LOS BONOS A MEDIO PLAZO EN MONEDA LOCAL (b)



FUENTES: Datastream, JP Morgan, Bloomberg, Banco Central de Brasil y estadísticas nacionales.

- a Índice MSCI América Latina en moneda local.
- b Deuda pública en moneda local a diez años.
- c Swap de tipo de interés a cinco años.

La tendencia general de los tipos de cambio fue de estabilidad hasta septiembre, con algunas excepciones (véase gráfico 3). El peso chileno y el peso argentino registraron las mayores depreciaciones. En particular, el primero se depreció más de un 7,5 % desde abril, en un contexto de caída del precio del cobre cercana al 10 % desde comienzos de año, reducción de los tipos de interés y no intervención del banco central.

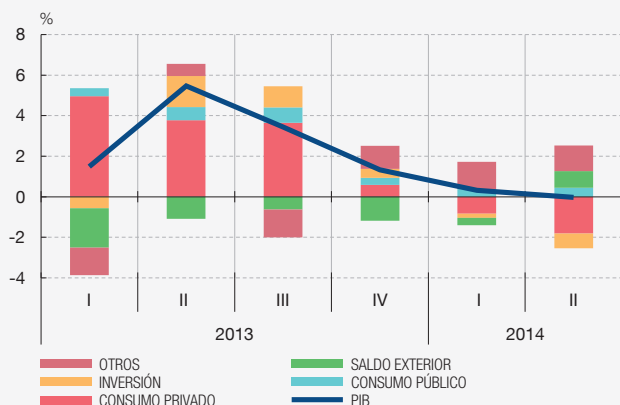
El pasado 30 de julio, Argentina no completó el pago del cupón de los bonos de la deuda reestructurada en 2005 y 2010, por un importe de algo más de 500 millones de dólares. El Gobierno argentino había ordenado la transferencia de los fondos, pero su ejecución no fue posible como consecuencia del bloqueo decretado por la justicia de Estados Unidos (sentencia del caso «NML Capital vs. Argentina»)¹. El tribunal considera que Argentina violó la cláusula *pari passu*², al pagar a los acreedores de la deuda reestructurada con preferencia sobre los bonistas que no acudieron al

canje de 2005 y 2010 (*holdouts*). La sentencia obliga al país a pagar el principal y los cupones devengados hasta la fecha, por un importe total de 1.330 millones de dólares, a los *holdouts* y bloquea los fondos destinados a la deuda reestructurada. Las principales agencias de calificación rebajaron el *rating* soberano al nivel de impago selectivo y se activaron los seguros contra impago.

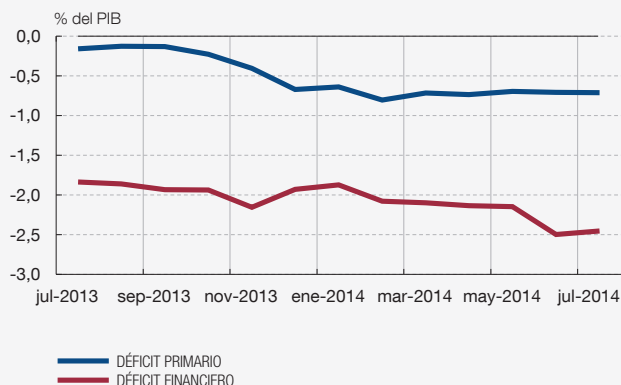
Esta es la segunda situación de impago de Argentina en los últimos 15 años, tras la sucedida en diciembre de 2001, cuando el Gobierno decretó el cese de pagos en una situación de grave crisis cambiaria y de balanza de pagos. Las consecuencias de ese impago, y de la crisis económica por la que atravesaba el país desde 1998, se tradujeron en una caída del PIB del 10,9% en 2002 (y de casi un 20% entre 1998 y 2002), la congelación de los depósitos del país, la ruptura del régimen cambiario de convertibilidad y la reestructuración de deuda soberana, cuyas implicaciones se han extendido hasta la fecha actual. Sin embargo, la naturaleza del nuevo impago es excepcional, al no venir precedido de una situación de grave déficit de balanza de pagos, insostenibilidad de la deuda soberana o grave crisis económica, sino de un litigio judicial al margen de la posición de solvencia de la economía. Por ello, las consecuencias económicas serán previsiblemente

- 1 En la causa judicial «NML Capital vs. Argentina», un grupo de acreedores que compraron bonos argentinos bajo ley estadounidense tras el impago de diciembre de 2001 en el mercado secundario y no acudieron a los canjes de 2005 y 2010 demandaron a Argentina, por la totalidad del principal e intereses de los bonos en su posesión. En la sentencia se destaca la reticencia de Argentina a negociar, resultado de la «Ley 26.017 (llamada «Ley Cerrojo»)\», promulgada en 2005, que evita la reapertura del canje con el objetivo de mejorar su aceptación.
- 2 La cláusula *pari passu* es común en los contratos de deuda, y establece que la deuda no puede ser subordinada al resto de obligaciones del deudor. El significado de esta subordinación puede ser entendido como una igualdad en el *ranking*, para evitar la emisión de deuda con prioridad sobre la actual, o como igualdad en el pago, la forma en la que se ha interpretado en esta causa.

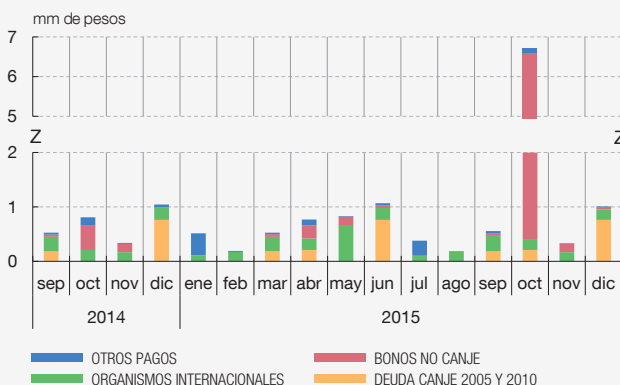
1 PIB POR COMPONENTES



2 DÉFICITS PRIMARIO Y FINANCIERO



3 VENCIMIENTOS DE DEUDA EN MONEDA EXTRANJERA



4 EMBI



FUENTE: Fuentes nacionales.

te diferentes a las del episodio de 2001. Por otra parte, este episodio podría tener consecuencias sobre futuros procesos de reestructuración soberana, especialmente sobre los que afecten a deuda emitida bajo ley de Nueva York, la más habitual entre las emisiones en el extranjero.

En todo caso, la situación macroeconómica argentina refleja hoy importantes debilidades. El país entró en recesión «técnica» en el primer trimestre de 2014 (dos trimestres seguidos con crecimiento negativo en tasa trimestral), y en el segundo trimestre de 2014 se ha mantenido un crecimiento interanual nulo (véase gráfico 1). Además, la economía presenta una elevada inflación, un tipo de cambio sobrevalorado y una posición cíclica recesiva, provocada por el agotamiento del modelo de crecimiento de la última década y, de forma inmediata, por la escasez de dólares para la importación de bienes necesarios para la cadena de producción. Sin embargo, Argentina mantiene un nivel de deuda pública bruta en porcentaje del PIB del 39,5%, reducido en comparación histórica, mientras que el déficit público y, especialmente, el primario son bajos, si bien muestran una tendencia creciente (véase gráfico 2). La preocupación se centra en que el impago acelere el deterioro de la balanza de pagos, provocando una crisis. De esta forma, el impago podría agravar la situación económica, cerrando el acceso a los mercados financieros internacionales.

Esta situación exacerbaría los dilemas de política económica a los que el país viene enfrentándose en los últimos dos años. Por un lado, el deterioro de la balanza de pagos conllevaría un mayor drenaje de reservas, que, aunque lento, debido al aislamiento financiero de Argentina en la última década y a la existencia de controles de capital, resulta preocupante. De hecho, las reservas se han reducido hasta cerca de 28 mm de dólares, la mitad que a principios de 2011. El proceso de devaluación que ha llevado al tipo de cambio oficial desde los 6 hasta los 8,40 pesos por dólar durante 2014 no ha conseguido evitar el descenso de las exportaciones, limitando la entrada de divisas, en un contexto de caída del precio de la soja, principal exportación del país. En el corto plazo, los compromisos adquiridos en las negociaciones con el Club de París o Repsol y los futuros vencimientos de deuda externa, que se estiman en más de 11 mm de dólares hasta finales de 2015, imponen una presión adicional sobre las reservas (véase gráfico 3). Además, la devaluación podría impulsar la inflación (los precios han subido un 18,2% entre diciembre de 2013 y agosto de 2014). Alternativamente, podrían imponerse mayores restricciones a las importaciones para preservar un nivel mínimo de reservas internacionales, lo que incidiría aún más negativamente sobre el crecimiento económico.

Por otra parte, aunque los acuerdos con Repsol y el Club de París habían conseguido rebajar el riesgo-país, el fracaso de las nego-

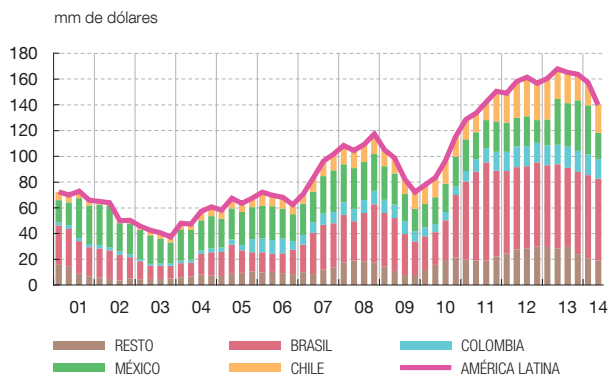
ciaciones con los *holdouts* ha revertido en parte este proceso (véase gráfico 4), propiciando la continuación de los elevados tipos de interés de la deuda en dólares para el sector privado de la economía y una mayor dificultad para la atracción de inversión extranjera directa, especialmente para el desarrollo del yacimiento petrolífero de Vaca Muerta. Sin embargo, el aumento del diferencial de la deuda no se ha correspondido con la reacción esperada ante un impago³, de manera que parece corresponderse más con una situación de iliquidez que con un riesgo de reestructuración o de fuertes pérdidas para los acreedores.

Ante esta situación, el Gobierno argentino ha optado por intentar sortear el bloqueo de los fondos mediante el cambio de legislación de los bonos bajo ley extranjera por bonos bajo ley nacional. Un acuerdo para el pago a los *holdouts* parece difícil antes de enero de 2015, cuando expira la cláusula *Rights Upon Futures Offers (RUFO)*, que permite a los bonistas de la deuda reestructurada acogerse al mejor trato (voluntario) pactado con otro acreedor. Una solución definitiva a la situación de impago podría dilatarse hasta finales de 2015, cuando acaba el mandato de la presidenta Fernández de Kirchner.

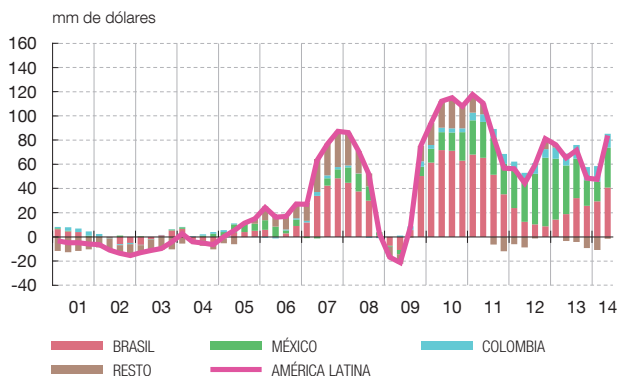
La naturaleza específica del impago y sus potenciales consecuencias para el marco legal internacional han generado la respuesta de parte de la comunidad internacional. El Fondo Monetario Internacional (FMI) ha alertado del aumento de la incertidumbre en las reestructuraciones de deuda soberana que implica el episodio de Argentina, al mejorar las perspectivas de repago de los *holdouts* y su capacidad para interrumpir el flujo de pagos de la deuda reestructurada. Durante el juicio, varios países, incluyendo Brasil, México y Francia, presentaron escritos de apoyo a la posición argentina, resaltando las consecuencias sobre futuras reestructuraciones de deuda. El caso argentino ha incidido en el debate abierto por el FMI sobre la reforma de los instrumentos para la reestructuración de deuda. Actualmente, la discusión se centra en mejorar el marco contractual, para añadir seguridad jurídica. Por un lado, las cláusulas de acción colectiva pueden incluir elementos de agregación de bonos en las votaciones necesarias para cambiar los términos de los bonos reestructurados, lo que hace más costosa la estrategia de los *holdouts*, al tener que adquirir una mayor cantidad de bonos para conseguir una mayoría suficiente que permita rechazar el acuerdo. Por otro lado, se pueden modificar las cláusulas *pari passu*, de forma que se evite la interpretación judicial que ha propiciado el bloqueo en el caso de Argentina. Se trata de discusiones aún abiertas, y, en cualquier caso, la deuda actualmente en circulación no se vería afectada por esta reforma.

3 El EMBI de Argentina creció hasta los 5.000 pb en diciembre de 2001, tras el anuncio del impago, desde 1.400 pb en septiembre.

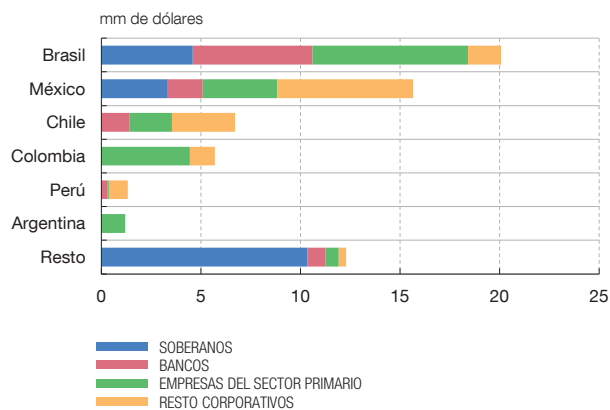
FLUJOS DE INVERSIÓN DIRECTA ACUMULADOS EN DOCE MESES



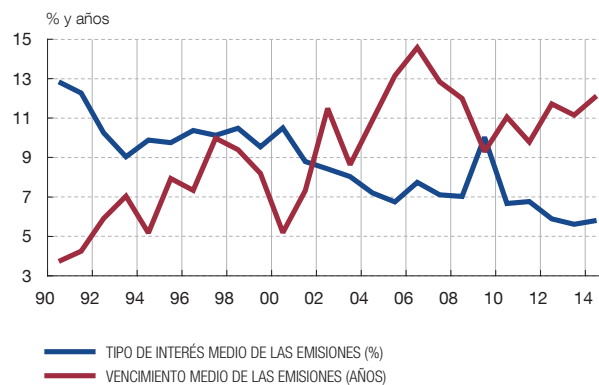
FLUJOS DE INVERSIÓN DE CARTERA ACUMULADOS EN DOCE MESES



EMISIONES INTERNACIONALES EN AMÉRICA LATINA: DE ABRIL A SEPTIEMBRE DE 2014



EMISIONES DE RENTA FIJA DEL SECTOR CORPORATIVO NO FINANCIERO



FUENTES: Datastream, Dealogic, JP Morgan, Fondo Monetario Internacional y estadísticas nacionales.

En Argentina, el tipo de cambio oficial del peso registró una fuerte depreciación a mediados de agosto (1,3 % en dos días), reflejándose además la presión sobre el tipo de cambio en la apertura del diferencial con la cotización del mercado paralelo hasta máximos históricos. El real brasileño, que se había depreciado apenas un 1,4 % entre abril y la primera semana de septiembre, se ha depreciado un 10 % desde entonces, lo que ha obligado al banco central a elevar su grado de intervención en los mercados cambiarios, mediante una renovación de un mayor porcentaje de los *swaps* de tipo de cambio. En Venezuela se puso en funcionamiento un tercer tipo de cambio regulado, que a pesar de registrar una cotización un 88 % más depreciada que el oficial y un 80 % más depreciada que el tipo de cambio de las subastas de divisas, se encuentra aún alejado del tipo de cambio paralelo.

Finalmente, las entradas de inversión directa en la región han tendido a moderarse sensiblemente en el segundo trimestre de 2014, hasta situarse en 140 mm de dólares (en términos anualizados), desde los 164 mm de 2013 (véase gráfico 4). Esta moderación se produce principalmente por el descenso de las entradas en México en el segundo trimestre (5,1 mm menos que en el primero), así como de las observadas en los países más ligados al ciclo de materias primas, como Chile (2,4 mm menos). En sentido contrario, Brasil registró mayores entradas, cercanas a los niveles medios observados desde 2011. A escala regional, la inversión extranjera directa supera el déficit por cuenta corriente, aunque

por un margen muy estrecho. En cambio, las entradas de cartera repuntaron en el segundo trimestre, hasta superar los 84 mm de dólares en términos anualizados, prácticamente el doble que en 2013, como consecuencia de la inversión en México, particularmente en la bolsa, donde se registraron las mayores entradas de capitales en un trimestre de toda la serie histórica. En el caso de Brasil, el aumento de las entradas de capitales de cartera se concentró en renta fija, y dentro de esta en la que tiene plazos más cortos.

Entre abril y septiembre de 2014, las emisiones de renta fija de la región alcanzaron los 61 mm de dólares, con Brasil como mayor emisor, tanto por el sector público (dos emisiones soberanas por valor de casi 5 mm de dólares) como por el bancario y el petrolero (véase gráfico 4). A pesar de la proximidad del cambio de ciclo monetario en Estados Unidos y del empeoramiento de las perspectivas de crecimiento de la región, las condiciones de estas emisiones no han variado sustancialmente y no se ha observado un incremento significativo de los tipos de interés en el mercado primario, ni un acortamiento de los plazos (véase gráfico 4).

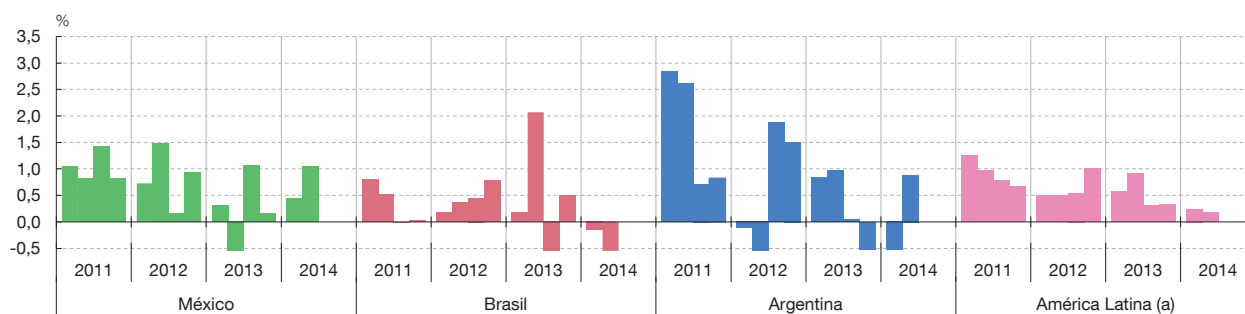
Actividad y demanda

La actividad económica en América Latina experimentó una importante desaceleración en la primera mitad de 2014, con tasas de crecimiento trimestrales para el promedio de la región del 0,2 % en los dos trimestres iniciales del año (véase gráfico 5); la tasa de crecimiento interanual del agregado regional pasó de un 2,3 % en el primer trimestre al 0,7 % en el segundo (véase cuadro 1). Aunque el importante peso en el agregado regional de la economía brasileña —que entró en recesión en el segundo trimestre— explica buena parte de esta caída, también se produjeron desaceleraciones muy marcadas en Chile (1,9 % interanual en el segundo trimestre, desde un 2,4 % en el primero) y, especialmente, en Perú (1,7 % interanual en el segundo trimestre y 5,1 % en el primero). Ello se suma a la situación de recesión «técnica» de Argentina en el primer trimestre del año, pese a cierta recuperación en el segundo. Tan solo Colombia, con una expansión del 6,5 % interanual en el primer trimestre y un 4,3 % en el segundo, y México, que anotó un crecimiento más robusto en el segundo trimestre, mostraron un mayor dinamismo.

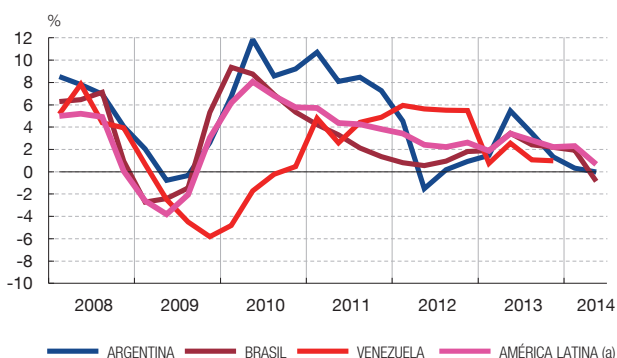
Esta moderación del crecimiento se explica tanto por una serie de causas comunes como por situaciones idiosincrásicas de los países. En Argentina y Venezuela², la recesión tiene rasgos específicos, en la medida en que, en diferente grado, la restricción externa está limitando el crecimiento, en un contexto de sobrevaloración cambiaria, monetización de los desequilibrios fiscales y alta inflación, y falta de ajuste de los precios relativos. En el resto de países, también con diferente grado, la elevada correlación del ciclo con el de los principales socios comerciales ilustra el grado de dependencia exterior de América Latina, directamente a través de la demanda de exportaciones y, en mayor medida, a través del efecto de los términos de intercambio en la demanda agregada. En este sentido, así como el continuado ascenso de los términos de intercambio sostuvo el dinamismo económico durante la década pasada, su corrección en los últimos años ha originado, de forma simétrica, el efecto contrario. Ello contribuye a explicar la moderación del crecimiento en Chile, donde la caída acumulada de los términos de intercambio ha superado el 18 % en los tres últimos años —si bien recientemente han tendido a estabilizarse— y la economía se ha debilitado más de lo esperado. En Perú, la caída de los términos de intercambio ha sido posterior pero más rápida, acumulando un 11 % en los dos últimos años, mientras que en Colombia se han mantenido en máximos por el peso del petróleo

² En Venezuela no se dispone de datos de contabilidad nacional ni para el primer ni para el segundo trimestre, por lo que la situación de recesión se conjetura sobre la base de indicadores parciales (véase el epígrafe «Evolución económica por países»).

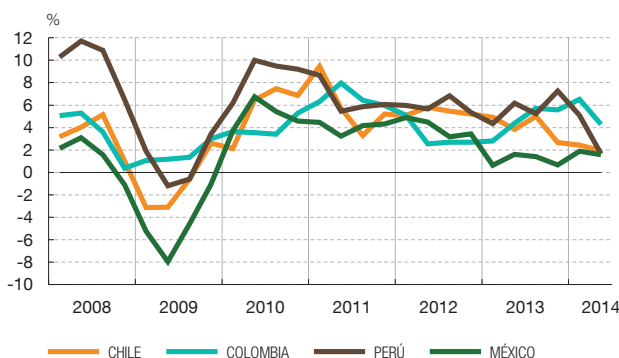
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas trimestrales



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas interanuales



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas interanuales



FUENTE: Estadísticas nacionales.

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

en su cesta exportadora y la economía sigue mostrando un importante dinamismo. En Brasil, donde los términos de intercambio han caído moderadamente, es el desplome de la inversión lo que explica la entrada en recesión después de tres años de crecimiento inferior al potencial. México, menos dependiente de la evolución de las materias primas, ha exhibido en cambio un mejor comportamiento, con una recuperación liderada inicialmente por la demanda externa, que muestra una evolución diferenciada respecto a otras economías de la región.

Por componentes, en el promedio regional, la demanda interna aportó 2 pp al crecimiento interanual en el primer trimestre y 0,2 pp en el segundo (véase gráfico 6). La demanda externa por su parte mantuvo una aportación positiva muy limitada, aunque creciente (0,4 pp en el segundo trimestre), pues, si bien las exportaciones crecieron solo ligeramente, las importaciones registraron un ajuste importante (-1,2 % en el segundo trimestre).

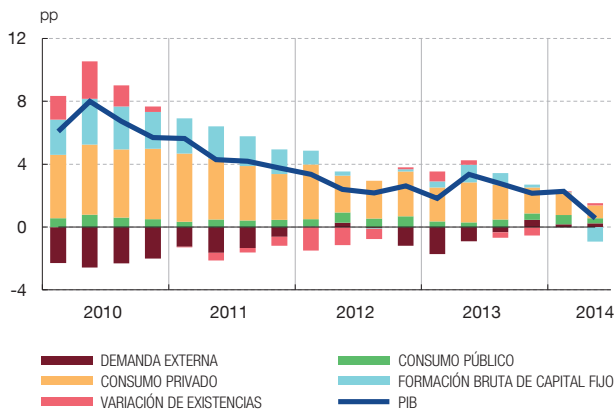
Un elemento común en la débil evolución económica del primer semestre es la caída de la inversión (-4,6 % interanual, el primer registro negativo tras la crisis), en la cual parecen estar incidiendo dos tipos de factores, en diferente medida, dependiendo de los países. Por un lado, la maduración del ciclo inversor asociado a la evolución a la baja de los precios de las materias primas y al aumento de los costes de producción. Por otro, la caída de la confianza empresarial derivada de cierta pérdida de credibilidad en la gestión de las políticas económicas, de la percepción de mayor intervencionismo y, en ocasiones, de la

	2012	2013	2012		2013				2014		2014
			III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	Septiembre
PIB (tasa interanual)											
América Latina-6 (a)	2,8	2,5	2,2	2,6	1,8	3,4	2,8	2,2	2,3	0,7	
América Latina-5 (a)	2,9	2,5	2,5	2,9	1,9	3,1	2,7	2,3	2,6	0,8	
Argentina	0,9	2,9	0,2	0,9	1,5	5,5	3,4	1,3	0,3	0,0	
Brasil	1,0	2,5	0,9	1,8	1,9	3,5	2,4	2,2	1,9	-0,9	
México	4,0	1,1	3,2	3,4	0,6	1,6	1,4	0,7	1,9	1,6	
Chile	5,4	4,1	5,5	5,2	4,9	3,8	5,0	2,7	2,4	1,9	
Colombia (b)	4,0	4,7	2,5	2,7	2,8	4,4	5,7	5,6	6,5	4,3	
Venezuela	5,6	1,3	5,5	5,5	0,7	2,6	1,1	1,0			
Perú	6,0	5,8	6,8	5,4	4,3	6,2	5,2	7,2	5,1	1,7	
IPC (tasa interanual)											
América Latina-6 (a)	5,2	5,3	5,2	5,2	5,3	5,6	5,2	5,1	5,3	6,1	7,0
América Latina-5 (a)	4,5	4,5	4,6	4,5	4,5	4,9	4,4	4,3	4,6	4,8	5,2
Argentina (c)	10,0	10,6	10,0	10,6	10,8	10,4	10,5	10,7	10,0	15,0	19,8
Brasil	5,4	6,2	5,2	5,6	6,4	6,6	6,1	5,8	5,8	6,4	6,7
México	4,1	3,8	4,6	4,1	3,7	4,5	3,4	3,7	4,2	3,6	4,2
Chile	3,0	2,1	2,6	2,2	1,7	1,9	2,3	2,5	3,2	4,5	4,9
Colombia	3,2	2,0	3,1	2,8	1,9	2,1	2,3	1,8	2,3	2,8	2,9
Venezuela	21,1	38,3	19,0	18,8	22,6	33,0	43,4	52,9	53,3	55,6	-
Perú	3,7	2,8	3,5	2,8	2,6	2,5	3,1	3,0	3,4	3,5	2,7
Saldo presupuestario (% del PIB) (d)											
América Latina-6 (a)	-2,0	-2,3	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	-2,5	-2,4	-2,6	-3,0	
Argentina	-2,0	-1,9	-1,5	-1,8	-1,9	-1,8	-1,8	-1,8	-2,1	-2,3	
Brasil	-2,5	-3,3	-2,8	-2,5	-2,8	-2,8	-3,3	-3,3	-3,2	-3,6	
México	-2,6	-2,4	-2,2	-2,5	-2,0	-2,2	-2,8	-2,3	-2,8	-3,2	
Chile	0,6	-0,7	0,4	0,6	0,2	-0,7	-0,5	-0,7	-1,0	-0,8	
Colombia	-1,9	-1,9	-1,2	-1,9	-1,4	-2,5	-2,7	-2,2	-2,7	-3,7	
Venezuela	-4,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Perú	1,3	1,3	1,6	1,3	1,2	0,7	0,5	0,5	0,4	0,0	
Deuda pública (% del PIB)											
América Latina-6 (a)	39,8	39,8	41,0	41,2	41,4	40,1	40,2	38,6	-	-	
Argentina	32,7	31,9	31,9	33,0	32,1	31,7	32,5	33,2	-	-	
Brasil	58,8	56,7	58,9	58,8	59,4	59,0	58,2	56,7	57,5	58,6	
México	28,5	31,1	28,5	27,5	29,3	29,7	30,3	29,9	31,9	32,0	
Chile	12,0	12,8	11,3	12,0	11,5	12,1	12,6	12,8	12,7	13,5	
Colombia	32,2	-	32,4	32,2	33,0	33,3	34,9	34,6	36,0	35,2	
Venezuela	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Perú	21,0	20,2	20,2	20,8	19,5	18,5	17,7	19,0	18,3	18,3	
Balanza por cuenta corriente (% del PIB) (d)											
América Latina-6 (a)	-1,6	-	-1,7	-2,0	-2,4	-2,6	-2,8	-2,8	-2,8	-2,9	
Argentina	-0,2	-0,7	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,8	-1,0	-0,2	
Brasil	-2,4	-3,6	-2,2	-2,4	-3,0	-3,2	-3,6	-3,6	-3,7	-3,7	
México	-1,3	-2,1	-1,0	-1,3	-1,6	-1,9	-2,1	-2,1	-1,8	-1,9	
Chile	-3,4	-3,4	-2,9	-3,4	-4,0	-4,1	-3,5	-3,4	-3,1	-2,4	
Colombia	-3,1	-3,3	-3,2	-3,1	-3,5	-3,2	-3,2	-3,3	-3,5	-3,9	
Venezuela	2,9	-	4,2	2,9	1,7	1,3	1,9	-	-	-	
Perú	-3,3	-4,5	-2,9	-3,3	-4,2	-4,4	-4,7	-4,5	-4,5	-5,0	
Deuda externa (% del PIB)											
América Latina-6 (a)	19,7	20,3	19,6	19,8	20,0	19,6	19,8	20,4	21,0	-	
Argentina	23,5	21,8	24,4	23,5	23,0	21,7	22,9	21,8	23,6	-	
Brasil	13,9	13,8	13,5	13,9	14,6	14,1	13,7	13,8	14,6	15,2	
México	19,2	20,6	19,1	19,2	19,1	18,7	19,3	20,6	20,9	22,0	
Chile	44,1	47,2	42,1	44,1	43,5	42,9	44,4	47,2	48,6	50,4	
Colombia	21,3	24,4	21,5	21,3	21,7	22,2	23,9	24,4	23,9	24,4	
Venezuela	31,1	-	31,8	31,1	31,2	32,0	32,8	-	-	-	
Perú	29,3	29,3	29,9	29,3	30,5	29,6	29,3	29,3	30,1	30,5	

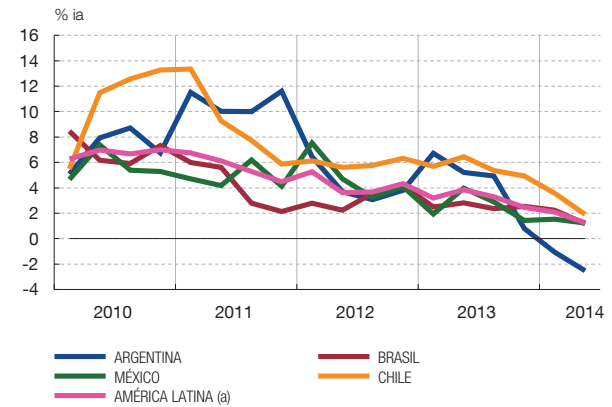
FUENTE: Estadísticas nacionales.

- a América Latina-6: todos los países representados, excepto Venezuela; América Latina-5: todos los países representados, excepto Argentina y Venezuela.
b Ajustado de estacionalidad.
c Para 2014 la inflación se calcula como el acumulado desde diciembre 2013.
d Media móvil de cuatro trimestres.

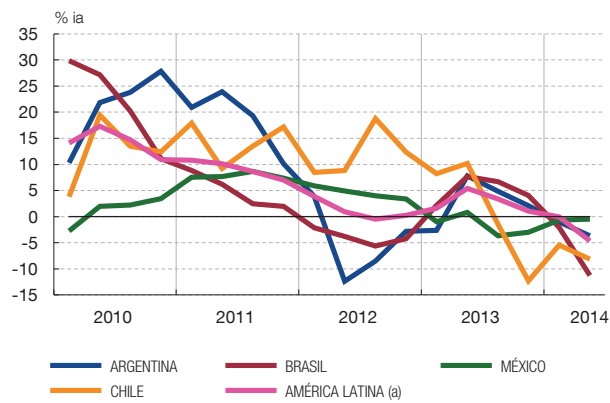
APORTACIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB (a)



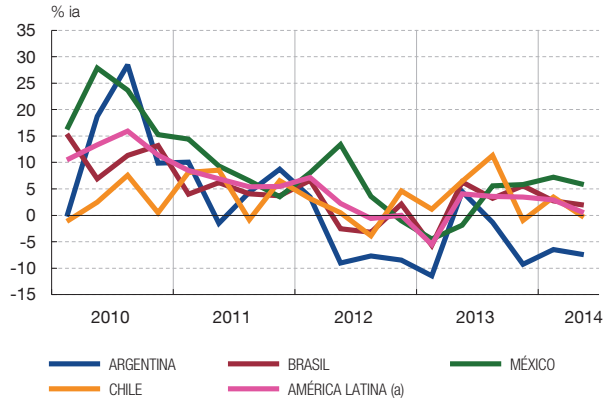
CONSUMO PRIVADO



FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO



EXPORTACIONES



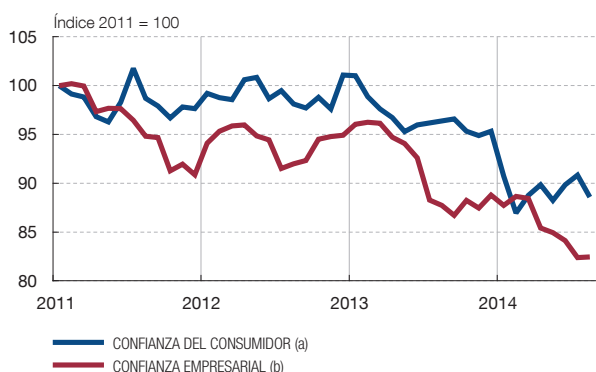
FUENTES: Estadísticas nacionales y Fondo Monetario Internacional.

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

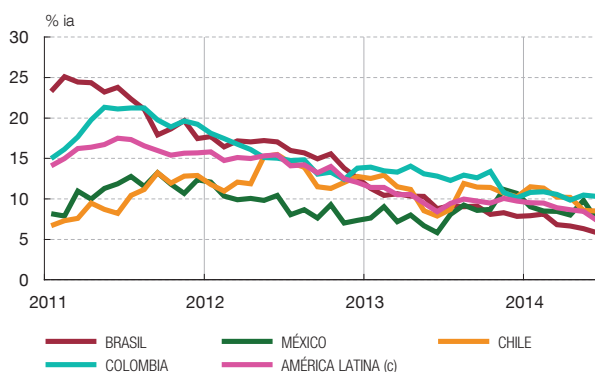
falta de un impulso reformista más claro para aumentar el crecimiento potencial a medio plazo. Así, el descenso de la inversión parece estar afectando más a los países más dependientes del ciclo de las materias primas —como Chile (8,1 %) o Perú (4,5 %)— o a los que han sufrido un mayor deterioro de la confianza empresarial —Brasil (–11 %)—. En México, donde las recientes reformas deberían mejorar el clima inversor, la formación bruta de capital moderó su ritmo de caída, pero aun así retrocedió un –0,5 % interanual en el segundo trimestre (–8,4 % la inversión pública). Colombia sigue siendo una excepción, con un crecimiento de la formación bruta de capital superior al 10 % interanual, impulsado por el plan de inversión en infraestructuras. Aunque por sectores la situación aparece muy heterogénea entre países, en promedio se observa una contracción de la inversión en maquinaria y equipo, y un débil crecimiento de la construcción.

En este contexto de ralentización de la demanda interna, el consumo privado ha tendido a moderar también su ritmo de crecimiento, hasta el 1,3 % interanual en el segundo trimestre (2,1 % en el primero). A pesar de que las tasas de paro se sitúan en buena parte de los países cerca de los mínimos, los mercados de trabajo están debilitándose en varios de ellos. De hecho, el empleo se ha desacelerado hasta un 1 % (véase gráfico 7), al igual que lo han hecho los salarios reales (en los países más vulnerables, incluso caen por

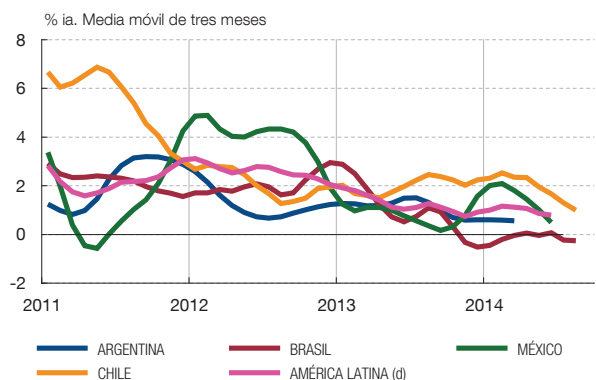
ÍNDICES DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR Y EMPRESARIAL



VARIACIÓN REAL DEL CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO



CREACIÓN DE EMPLEO



INDICADORES DE DEMANDA Y ACTIVIDAD



FUENTES: Estadísticas nacionales y Datastream.

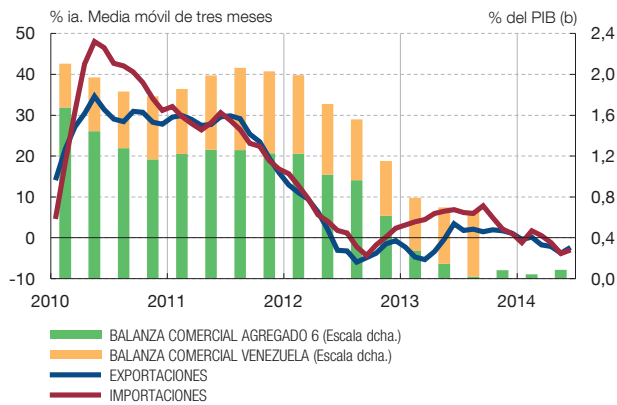
- a Agregado de Argentina, Brasil, Chile, México y Perú.
- b Agregado de Brasil, Chile, México y Perú.
- c Agregado de Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.
- d Agregado de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.
- e Agregado de Brasil, Chile, Colombia y México.
- f Agregado de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

segundo año consecutivo). El crecimiento del crédito al sector privado ha continuado moderándose en todos los países, a excepción de Colombia.

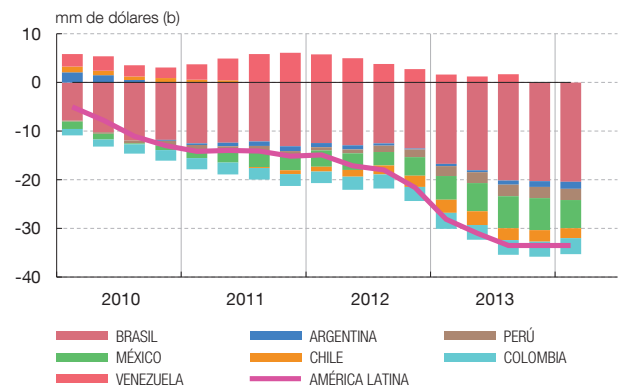
De la evolución de la demanda externa cabe destacar la aparición de marcadas divergencias por países. Así, frente a un crecimiento de las exportaciones en volumen del 0,5 % en el conjunto de la región, en el segundo trimestre, en línea con una recuperación gradual de la demanda de los principales socios comerciales de la región y una estabilización de China, en México crecieron un 5,8 % interanual en el segundo trimestre. En cambio, en Argentina, Perú, Colombia y Chile registraron importantes descensos. Por su parte, el ajuste a la baja de las importaciones viene asociado, en parte, a la caída de la inversión.

El superávit de la balanza comercial se ha reducido sustancialmente, descontando los datos de Venezuela, que no se han publicado desde finales de 2013, hasta prácticamente el equilibrio, en un contexto de continuidad en la caída de precios de las principales materias primas (véase gráfico 8). Sin embargo, debido a la reducción del déficit de rentas asociado a una menor repatriación de beneficios de las empresas exportadoras de materias primas y al buen

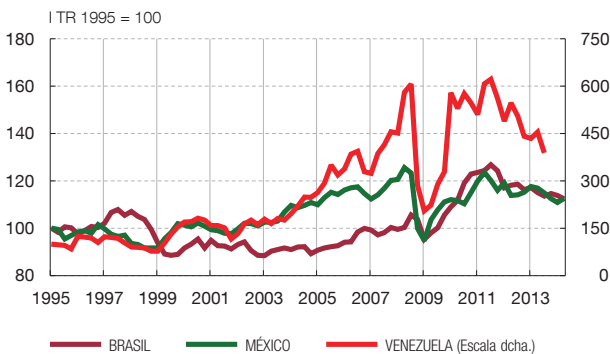
BALANZA COMERCIAL (a)



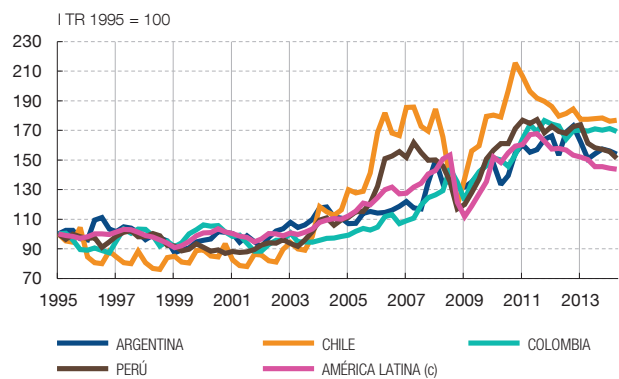
BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



TÉRMINOS DE INTERCAMBIO



TÉRMINOS DE INTERCAMBIO



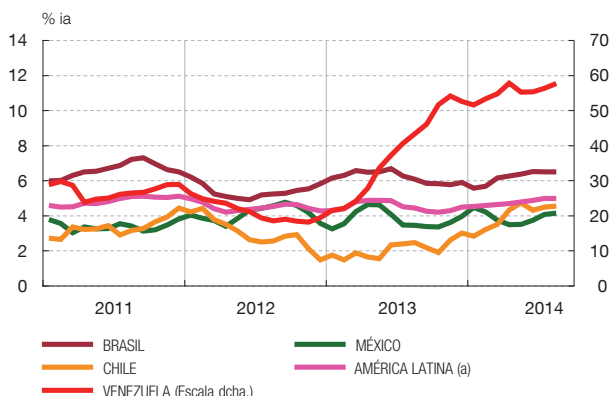
FUENTES: Datastream, estadísticas nacionales y bancos centrales.

- a Datos de aduanas en dólares, agregado de las siete principales economías, excepto Venezuela. En la balanza comercial se representa por separado Venezuela, para la que no se dispone de datos desde el cuarto trimestre de 2013.
- b Media móvil de cuatro trimestres.
- c Agregado de las siete principales economías, en media ponderada por el peso en el PIB de la región.

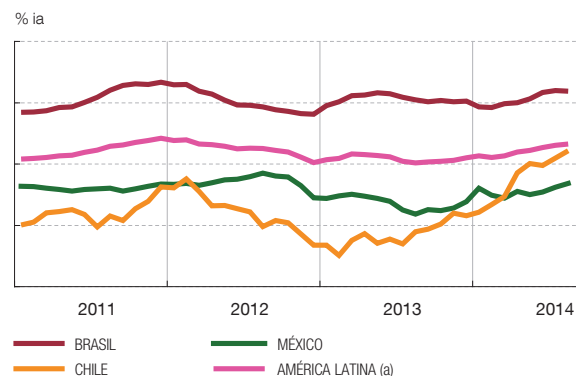
comportamiento del turismo, el déficit de la balanza corriente ha dejado de ampliarse, y se ha estabilizado en torno al 2,9% en promedio regional. En Chile la depreciación del tipo de cambio, junto con la caída de la inversión, ha favorecido una corrección más acusada, mientras que en Colombia y Perú el desequilibrio exterior ha seguido ampliándose.

Los indicadores de mayor frecuencia posteriores al segundo trimestre parecen adelantar mayores divergencias intrarregionales. Por un lado, la producción industrial ha registrado en promedio tasas negativas, que no se veían desde la crisis, como consecuencia de la evolución de Brasil, Argentina, Chile y Perú, mientras que en Colombia y México aumenta. En los países para los que se publican índices PMI, las tendencias siguen siendo a la baja, con la excepción de México, que experimenta un importante repunte. Finalmente, las ventas al por menor mantienen ritmos de crecimiento más robustos (con mayores crecimientos en México, Chile y Colombia, y menores en Brasil), pero en cualquier caso muy inferiores a los registrados antes de 2013. En conjunto, esta información apunta a una continuidad de la debilidad en los principales países de América del Sur y, en cambio, a un fortalecimiento de la demanda en México.

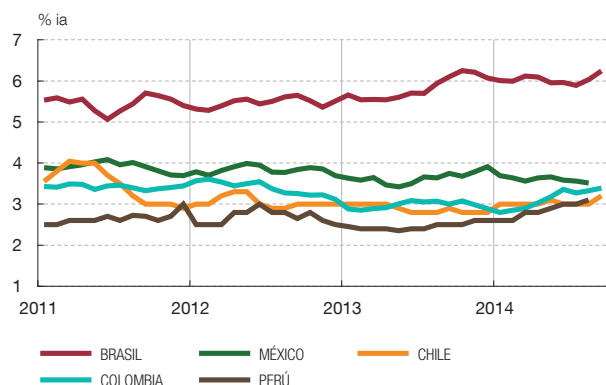
TASA DE INFLACIÓN



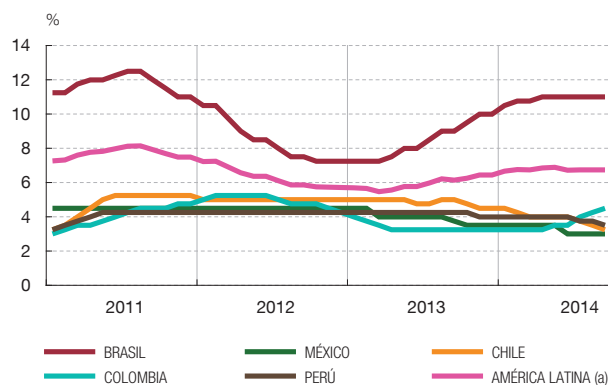
TASA DE INFLACIÓN SUBYACENTE



EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A DOCE MESES



TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



FUENTES: Datastream y estadísticas nacionales.

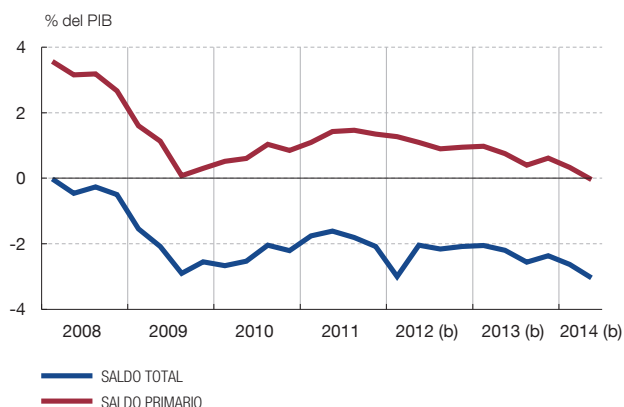
a Agregado de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, en media ponderada por el peso en el PIB de la región.

Precios y políticas económicas

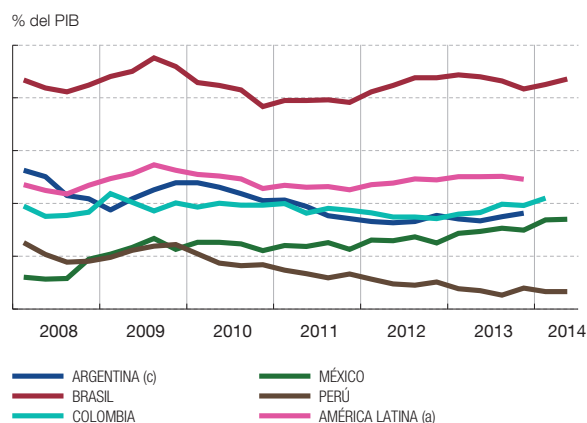
En contraste con la tendencia a la desaceleración de la actividad y la demanda, la evolución de los precios de consumo en el conjunto de los cinco países con objetivos de inflación se ha caracterizado por una moderada y gradual tendencia al alza (véase gráfico 9). La inflación en este conjunto de países, que a finales de 2013 se situaba ligeramente por encima del 4 % interanual, alcanzó el 5,2 % en septiembre de 2014, debido principalmente a la subida de la inflación en Brasil, Chile y México, alcanzando la parte superior de las bandas de objetivos de cada uno de los bancos centrales.

Los factores que subyacen al ascenso de la inflación difieren en estos tres países, lo que explica las respuestas diferenciales de política monetaria. Por un lado, en Brasil la inflación muestra una persistencia en torno a la parte superior de la banda y la inflación subyacente crece incluso por encima del índice general, fruto de un fuerte aumento de los precios de los servicios. Todo ello ha hecho que las expectativas de inflación a medio plazo no acaben de estabilizarse, y hayan superado de hecho el límite superior de la banda de objetivos (véanse gráfico 10 y cuadro 2). En Chile, gran parte del repunte es atribuible al efecto de la depreciación del tipo de cambio, y las expectativas de inflación a medio plazo se han mantenido bien ancladas en torno al 3 %, a pesar del aumento de la inflación subyacente. En México, aunque la inflación ha repuntado hasta el 4,2 % interanual en agosto, el Banco de México ha relajado de manera contundente de la política monetaria

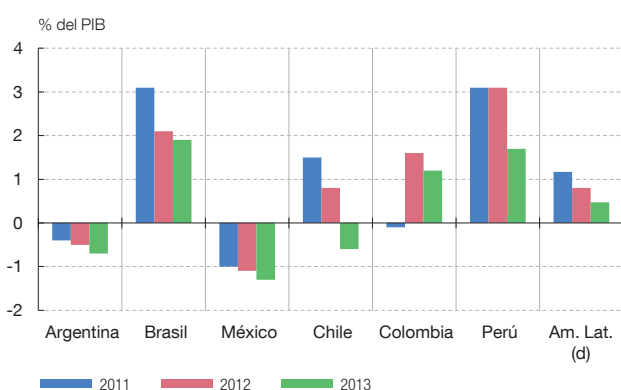
SUPERÁVIT (+) O DÉFICIT (-) PRESUPUESTARIO EN AMÉRICA LATINA (a)



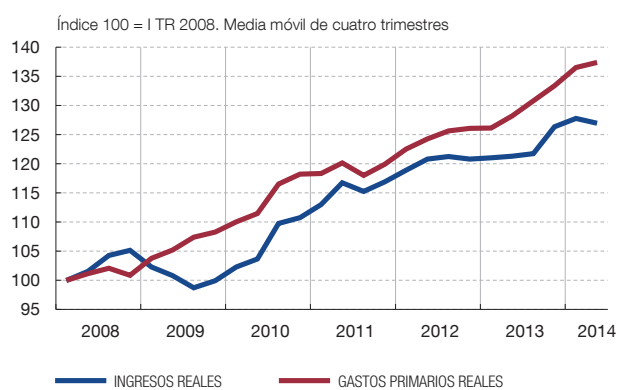
DEUDA PÚBLICA BRUTA



SALDO PRIMARIO



INGRESOS Y GASTOS PRIMARIOS REALES EN AMÉRICA LATINA (e)



FUENTES: Estadísticas nacionales y Fiscal Monitor (FMI).

- a Agregado de las siete principales economías, en media ponderada por el peso en el PIB de la región.
 b En Venezuela, datos trimestrales estimados en 2012 a partir del dato anual. En 2013 y 2014, agregado sin Venezuela.
 c Excluida la deuda no presentada al canje en 2005 y 2010.
 d Agregado de los seis países representados.
 e Agregado sin Argentina ni Venezuela.

INFLACIÓN

Tasas de variación interanual

CUADRO 2

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

FUENTES: Estadísticas nacionales y Consensus Forecasts.

- a Consensus Forecasts de septiembre de 2014 para final de año.

al valorar que la subida tiene carácter transitorio. Las expectativas de medio plazo han tendido a bajar, lo que muestra el elevado grado de credibilidad alcanzado por la política monetaria en dicho país. En Perú y Colombia la inflación se ha mantenido en tasas dentro de las bandas objetivo, en el último caso a pesar del dinamismo de la demanda interna.

El Banco Central de Brasil dio por concluido el ciclo de tensionamiento monetario el pasado mes de abril, tras una elevación acumulada de 375 pb en un año, manteniendo el tipo de interés oficial en el 11 % desde esa fecha. El endurecimiento de las condiciones financieras internas, junto con la gradual apertura de la brecha de producto por la desaceleración de la demanda, debería facilitar una reconducción de la inflación a medio plazo hacia el objetivo. Sin embargo, la posibilidad de ajustes en los precios administrados tras las elecciones y la reciente depreciación del real son riesgos al alza que podrían dificultar dicha convergencia. El banco central ha relajado recientemente el coeficiente de caja para ampliar la liquidez.

El Banco de México bajó su tipo de interés oficial en 50 pb —hasta el 3 % — en junio, en un movimiento no anticipado (acumulando un recorte de 150 pb en los dos últimos años), mientras que el Banco de Chile recortaba el tipo de referencia en cada una de sus tres últimas reuniones 25 pb, hasta el 3,25 %. Finalmente, el banco central de Perú, que había actuado sobre todo mediante el descenso de los coeficientes de caja en los últimos meses, bajó también su tipo de interés oficial en septiembre, hasta el 3,50 %, desde el 3,75 % en que lo había situado en julio. Colombia fue el único país donde subió el tipo de interés oficial, en 125 pb, en un contexto de fortaleza de la demanda interna, si bien la reciente desaceleración del producto hacia tasas en torno al potencial apunta posiblemente hacia el final del ciclo alcista.

En Argentina, la inflación, según el nuevo índice oficial, se situó en el 19,8 % en términos acumulados hasta septiembre, un crecimiento que de nuevo parece separarse del indicado por las estimaciones privadas (entre el 35 % y el 40 % interanual). La política monetaria, que había tendido a endurecerse en paralelo con el ajuste cambiario de principios de año, se relajó durante el verano con un recorte de los tipos de interés, con el trasfondo de la agudización de la recesión y del impago selectivo, aunque dicha relajación revirtió posteriormente. Finalmente, en Venezuela, donde la oferta monetaria está aumentando a ritmos superiores al 100 % para financiar el déficit público, la inflación se disparó hasta un 59,7 % interanual en agosto, situación que se agrava por la escasez de ciertos bienes de consumo y producción derivada de la caída de las importaciones, ante las fuertes restricciones para acceder a divisas.

La política fiscal ha continuado siendo, en promedio, neutral o ligeramente expansiva, atendiendo a la evolución del saldo fiscal primario ajustado de ciclo, aunque con importantes diferencias por países. El país que presenta mayores riesgos en esta vertiente sigue siendo Venezuela, donde, con las cautelas derivadas de la escasez de datos, se estima que el déficit, ya muy abultado, ha seguido aumentando (el gasto primario ejecutado según el Tesoro aumentó un 18 % en términos reales en los cinco primeros meses del año, tras haber caído un 5 % en 2013). Argentina también presenta fragilidad desde el punto de vista fiscal (véase recuadro 1). En el resto de los países, la consolidación fiscal esperada ha tendido a posponerse, sobre todo como consecuencia de la caída cíclica de los ingresos, que se han visto también afectados por la caída de los precios de las materias primas; también se han prolongado ciertos estímulos (Brasil), se han anunciado paquetes fiscales expansivos (Chile) o se han producido aplazamientos en los objetivos de consolidación previstos (México). En conjunto, pues, los ingresos han tendido a moderarse,

mientras que los gastos se mantenían al alza. El déficit presupuestario agregado se ha ampliado hasta situarse cerca del 3 % del PIB regional y el superávit primario agregado ha desaparecido (véase gráfico 10).

Comercio y reformas

En la cumbre de la Alianza del Pacífico, celebrada en julio, se anunció la integración a partir del cuarto trimestre de la Bolsa de México en el MILA (Mercado Integrado Latinoamericano, formado actualmente por las bolsas de Colombia, Chile y Perú), lo que dará lugar a un mercado bursátil con una capitalización de más de 1.200 millones de dólares (58 % del PIB de los cuatro países) y cerca de 1.000 empresas. También se discutió la posibilidad de acercamiento a MERCOSUR, con vistas a la integración en ella de todos o alguno de sus miembros —un cambio que podría tener cierto alcance para la Alianza en el futuro—, y se han completado algunos acuerdos de libre comercio que permitirán el acceso de Panamá y Costa Rica al bloque. La vocación de orientación al Pacífico quedó reflejada en la apertura o avance de las negociaciones para alcanzar acuerdos de libre comercio de algunos de los integrantes con naciones de Asia (Perú con India y Rusia, Chile con Indonesia y Colombia con Japón).

Por su parte, las relaciones entre los socios de MERCOSUR siguen encontrando dificultades. Como consecuencia de los problemas financieros en Argentina y del debilitamiento de la actividad, el comercio intrabloque ha registrado un descenso importante: las exportaciones de Brasil al resto de miembros han caído un 11 % interanual en los siete primeros meses del año, mientras que las de Argentina lo han hecho a ritmos del 12 %. De este modo, las exportaciones de Brasil al resto del bloque han pasado de suponer un 14 % del total de sus exportaciones en 2009, a menos del 10 % en la actualidad, mientras que la cuota de las importaciones ha bajado del 11 % al 7,5 %. Aunque en la cumbre de finales de julio no se discutió el acercamiento a la Alianza del Pacífico, sí se anunció la intención de integrar a Bolivia como miembro de pleno derecho y establecer una zona comercial con los países del ALBA y de Petrocaribe —dos acuerdos regionales impulsados por Venezuela—. La celebración de elecciones en Brasil y en Uruguay podría ocasionar cambios en las relaciones con el resto de socios y en las negociaciones con otros bloques comerciales de producirse cambios en los actuales Gobiernos. Por otra parte, se ha completado la oferta para reanudar las negociaciones del tratado con la Unión Europea, que abarcaría el 90 % de los intercambios comerciales, mientras que Brasil y Argentina ampliaron un año más el acuerdo para el comercio de automóviles, con unas condiciones algo más favorables para Argentina.

En el ámbito de las reformas estructurales, en México se aprobó la legislación necesaria para la entrada en vigor de las reformas aprobadas en el semestre previo, en especial la energética, que ha resultado ser más ambiciosa de lo inicialmente planeado. La implementación efectiva de este programa de reformas es fundamental para que dé lugar a un incremento del crecimiento potencial del país (véase recuadro 2). En Chile se aprobó la reforma fiscal, que persigue elevar la recaudación del país para financiar mejoras en los sistemas educativos y de salud. Finalmente, en Venezuela se aprobaron diversas iniciativas y leyes que profundizan el intervencionismo del Ejecutivo.

Evolución económica por países

La economía de *Brasil* entró en recesión técnica en el segundo trimestre del año, al caer el PIB, en tasas trimestrales, un -0,6 %, tras el -0,2 % del trimestre precedente (revisado a la baja desde un 0,2 %), como consecuencia de una desaceleración generalizada de la demanda interna, y particularmente de la inversión, que registró una caída del -5,3 %. En términos interanuales, la contracción del PIB fue del -0,9 % en el segundo trimestre, tras un incremento del 1,9 % en el primero y tres años de débil crecimiento, en el entorno del 2 %.

Tras casi dos décadas sin avances en el terreno de las reformas estructurales, el Gobierno elegido en las elecciones de julio de 2012 propuso una agenda reformista de gran envergadura —sin precedentes desde la apertura de finales de los años ochenta—, con el objetivo de impulsar el crecimiento potencial del país. En efecto, México, que goza de sólidos fundamentos —una gestión prudente de las políticas macroeconómicas, una reducida vulnerabilidad externa, calificaciones crediticias superiores al grado de inversión y un sistema financiero saneado—, presenta, sin embargo, una baja productividad de los factores y tasas de crecimiento muy reducidas, inferiores a las de décadas previas (véase gráfico 1). En este recuadro se examinan brevemente las principales reformas aprobadas en el país.

La reforma más relevante desde el punto de vista económico es la del sector energético, que afecta tanto al sector petrolero como al de generación y distribución de electricidad. Esta reforma —que ha requerido la modificación de la Constitución— pretende elevar la producción de crudo del país, que a mediados de 2014 se situaba en mínimos desde 1980 (véase gráfico 2), mejorando la gestión y la eficiencia de PEMEX, y reducir el elevado coste de la electricidad en el país (un 70 % superior al de Estados Unidos).

La parte de la reforma que se refiere a los hidrocarburos abre la puerta a los contratos con empresas privadas en la exploración y

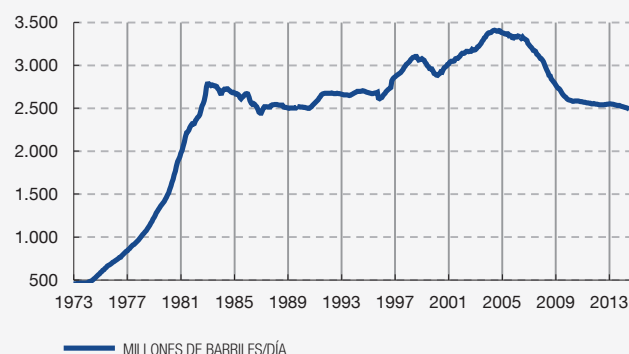
extracción, así como al otorgamiento de permisos de refino, petroquímica, transporte y almacenamiento, aunque la nación seguirá manteniendo la exclusividad sobre la propiedad de los recursos en el subsuelo. La legislación secundaria necesaria para poner en marcha la reforma, aprobada a mediados de agosto, establece la llamada «ronda cero» —asignaciones por áreas de exploración y campos de producción que conservará en exclusiva PEMEX, en la que se permiten *joint ventures*—, refuerza la autonomía presupuestaria de PEMEX —al absorber el Tesoro parcialmente el sistema de pensiones de la empresa y de su equivalente en el sector eléctrico, la Comisión Federal de la Electricidad (CFE)¹— y liberaliza la distribución minorista, abriendo el sector de las gasolineras a empresas privadas en 2016 y eliminando por completo los subsidios al combustible en 2018, que equivalían a un 1 % del PIB en media en los últimos cinco años. Finalmente, para la entrada del capital privado en el sector petrolero el Gobierno propone hasta tres modelos de explotación: pago de tasas de exploración, pago de regalías y esquema de repartición de riqueza. Esta flexibilidad en el formato de contratos es la clave de la nueva ley, dado que permitirá adecuar cada tipo de explotación al modelo más apropiado y rentable tanto para PEMEX como para el sector privado. Por otro lado, la parte de la reforma referida al sector de la electricidad introduce competen-

1 Como efecto colateral, los pasivos contingentes del Estado a medio y largo plazo aumentarían en unos cinco puntos de PIB.

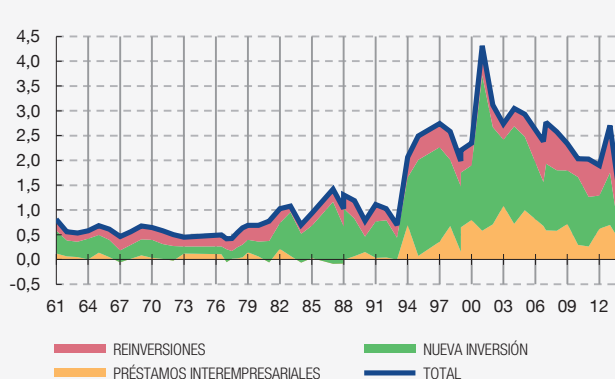
1 CRECIMIENTO DEL PIB



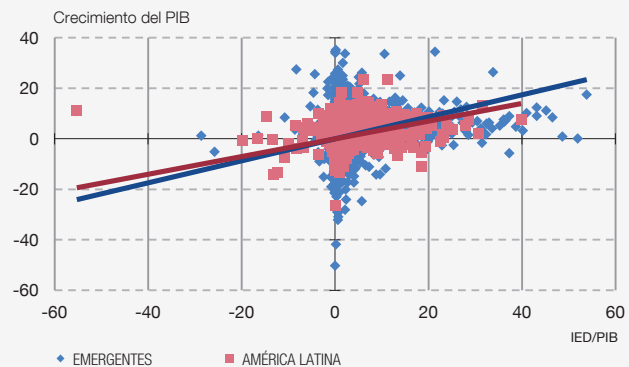
2 PRODUCCIÓN DE PETRÓLEO



3 INVERSIÓN EXTERIOR DIRECTA RECIBIDA (% PIB)



4 INVERSIÓN EXTERIOR DIRECTA (% DEL PIB) Y CRECIMIENTO (%)



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

cia en el segmento de la generación, al permitir la participación de empresas privadas y abrir la posibilidad de elección de proveedores por parte de los clientes industriales. Además, se prevé la creación de un mercado mayorista de electricidad, controlado por el nuevo Centro Nacional de Control de Energía, donde las grandes empresas puedan vender la energía eléctrica que generen. La CFE mantendrá la distribución y venta de electricidad a los hogares. En ambos sectores —hidrocarburos y eléctrico— se fortalecen las competencias de los organismos reguladores.

Otra reforma muy relevante —aprobada en junio de 2013 y desarrollada en julio de 2014— es la del sector de telecomunicaciones, cuyo objetivo es reducir el coste de acceso a estos servicios, que dobla al de Estados Unidos, y elevar el número de usuarios. La nueva ley elimina las restricciones a la inversión extranjera en telefonía móvil, obliga a las empresas con posición predominante en el mercado a vender activos, y crea un nuevo órgano regulador, el Instituto Federal de Comunicaciones, que velará por el otorgamiento de concesiones².

La reforma del sector financiero, aprobada en enero de 2014, pretende introducir mayor competencia y eficiencia, facilitando la transferencia de garantías crediticias y nóminas de una entidad a otra, simplificando el régimen para otorgar y ejecutar garantías de crédito, recortando las comisiones que se cobran a los comercios por usar medios de pago electrónicos y fortaleciendo el organismo encargado de atender las quejas de los usuarios. Cabe recordar la baja bancarización de la población en México, donde el crédito bancario representa alrededor del 30 % del PIB —20 pp menos que la media regional y muy por debajo de lo que correspondería de acuerdo con su renta per cápita—, y que apenas un 20 % de la población utiliza los servicios financieros formales. En resumen, la reforma financiera persigue aumentar la protección a los derechos de propiedad de los acreedores, eliminando los agujeros legales que permiten a los deudores prolongar el proceso de resolución de deuda. Por el lado de la regulación, se eleva a rango de ley la normativa de Basilea III y se clarifican los derechos de los ahorradores en los procesos de quiebras bancarias, aspecto que fue clave en la dilatación de la salida de la crisis de 1995. La reforma contiene algunos puntos que apuntarían a una mayor intervención pública en el sector, como el refuerzo de la banca de desarrollo (eliminando de su mandato la necesidad de mantener un elevado nivel de capitalización e impulsando la financiación de sectores infrabancarizados) y la facultad de las autoridades para realizar evaluaciones periódicas sobre los niveles de crédito otorgados, para incentivar una mayor oferta.

La reforma fiscal, aprobada en octubre de 2013, persigue incrementar los ingresos impositivos en un 2 % del PIB en 2018 y ex-

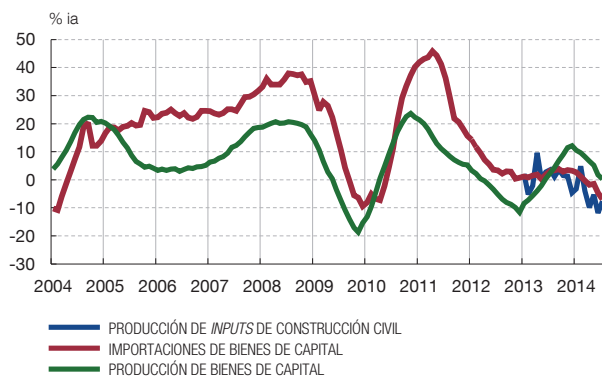
pandir la red de seguridad social, implantando un seguro de desempleo, elevando el impuesto sobre la renta y los impuestos indirectos, reduciendo algunas exenciones en el de sociedades y armonizando el IVA entre determinados sectores. La nueva ley adopta, además, una regla fiscal de carácter estructural, que limita la prociclicidad de la política fiscal, y crea un Fondo de Riqueza Soberana que financiará parte del gasto en educación y seguridad social. Finalmente, la reforma laboral, aprobada bajo el Gobierno anterior, pretende reducir los costes de entrada y salida en el mercado de trabajo con el objeto de limitar la informalidad.

El paquete de reformas aprobado —en su mayoría, reformas «de segunda generación», es decir, que no solo eliminan obstáculos al crecimiento, sino que además lo promueven activamente— incidirá sobre el crecimiento potencial por múltiples canales, además del efecto sobre la confianza de los agentes, que es común a todas las reformas. Sin pretensión de exhaustividad, la reforma energética actuaría, entre otros factores, sobre la inversión exterior directa, donde se espera una mayor atracción de capital al sector petrolero. La reforma fiscal aumentaría el margen de maniobra de la política fiscal, al reducirse su prociclicidad con el establecimiento de una nueva regla fiscal. Las reformas de las telecomunicaciones y del sector eléctrico avanzan hacia una mayor liberalización de los servicios y una mayor competencia, reduciendo la presión sobre los precios de consumo, lo que mejoraría el margen de la política monetaria. La reforma laboral redundaría en el aumento de la productividad al reducir el grado de informalidad de la economía con la extensión de los beneficios de la seguridad social y la creación de un seguro de desempleo. Finalmente, la reforma financiera podría facilitar el acceso de una mayor parte de la población a los servicios bancarios.

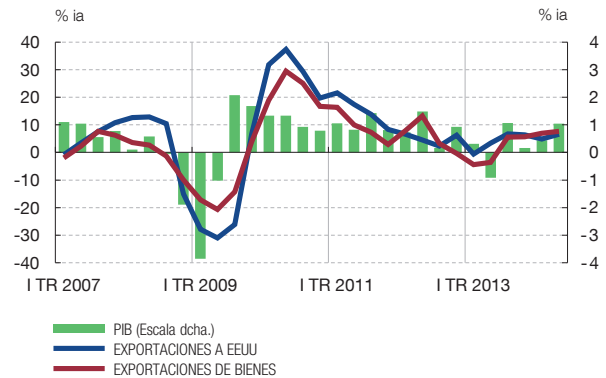
Las estimaciones apuntan a que la reforma energética podría atraer inversiones al sector petrolero de entre 5 mm y 30 mm de dólares adicionales al año (esta última cifra es la previsión del Ejecutivo). En el escenario oficial, las entradas de inversión exterior directa (IED) supondrían un 1,5 % del PIB mexicano, doblando la cifra de IED, que ha sido muy baja desde 2003 (véase gráfico 3), uno de los factores que explican la baja productividad de la economía mexicana. Como se puede observar en el gráfico 4, para un amplio panel de países emergentes, la correlación entre entradas de IED y crecimiento es positiva; simplemente considerando este efecto directo, el país podría aumentar su crecimiento de largo plazo. En todo caso, la entrada en vigor de esta amplia batería de reformas estructurales en un período relativamente corto dificulta la estimación de su impacto global. El abanico de estimaciones del impacto del paquete de reformas sobre la tasa de crecimiento potencial es bastante amplio, oscilando entre 0,5 pp y 2 pp, lo que situaría el crecimiento potencial entre el 3,5 % y el 5 %. Los efectos de las reformas habitualmente tienen un largo período de maduración, pero, incluso en el rango inferior de las estimaciones, ello representaría un incremento muy relevante respecto a lo que ha sido el crecimiento tendencial de México en los últimos 30 años.

2 Los principales cambios son: 1) la eliminación de tarifas preferenciales; 2) la eliminación de cobros de larga distancia nacional; 3) la eliminación del *roaming*, y 4) la obligación por parte de las compañías de suministrar un terminal liberalizado y permitir al cliente la permuta de proveedor en un plazo inferior a 24 horas.

BRASIL. INDICADORES DE INVERSIÓN



MÉXICO: PIB Y EXPORTACIONES



FUENTE: Estadísticas nacionales.

La tasa de inversión se redujo al 16,5% del PIB, la menor desde 2006, y los indicadores de mayor frecuencia apuntan al mantenimiento de la debilidad en el corto plazo (véase gráfico 11). También el consumo privado, que había representado el principal pilar del crecimiento en los últimos años, se moderó significativamente, hasta una tasa interanual del 1,2% en el segundo trimestre. Entre los factores que explican esta evolución están el comportamiento de la inflación, cierto deterioro del mercado laboral, sobre todo en la industria, la moderación de los salarios y un menor crecimiento del crédito para consumo. En particular, en el caso del crédito libre se ha desacelerado hasta tasas del 5% interanual, en una situación de elevado endeudamiento de las familias, si bien el crédito dirigido siguió manteniendo tasas muy elevadas (27,3%).

Las exportaciones crecieron moderadamente en volumen —un 1,9% interanual en el segundo trimestre—, como consecuencia de la recuperación de la demanda de Estados Unidos, Europa y Asia, excluida China. La aportación del sector exterior al crecimiento fue positiva, principalmente como consecuencia de la disminución de las importaciones —un 2,4% interanual—, lastradas por las de bienes de capital. En este contexto, y a pesar de cierto deterioro de la relación real de intercambio, el déficit por cuenta corriente se redujo muy gradualmente a lo largo del semestre, hasta el 3,6% del PIB en agosto, gracias a una pequeña mejoría de la balanza comercial, cuyo superávit pasó del 0,1% del PIB en enero al 0,3% en agosto, lo que compensó un nuevo deterioro de la balanza de servicios, desde el -2,1% del PIB al -2,2%.

Los indicadores de alta frecuencia no arrojan una perspectiva favorable en el corto plazo: los índices de confianza de la industria y la construcción se sitúan por debajo del nivel de 50 o cerca de mínimos, al igual que el indicador de confianza del consumidor. En cambio, la producción industrial en julio se recuperó ligeramente, liderada por los bienes de capital, tendencia que refrendó el dato en positivo del indicador mensual del PIB de julio.

A pesar de la debilidad de la demanda interna, la inflación aumentó desde el 5,6% de enero al 6,5% de agosto, justo en el límite de la banda objetivo, a causa del fuerte aumento de los precios de los servicios. La tasa subyacente pasó del 6% de enero al 6,7% de septiembre. En este contexto, el Banco Central de Brasil ha mantenido desde abril su tipo de interés en el 11%, tras acumular un incremento de 375 pb. En materia fiscal, el superávit primario cayó hasta un 1,3% del PIB en julio, lo que hace difícil el cumplimiento del objetivo de 1,9% para 2014, si bien recientemente ha sido anunciada la utilización de

parte de los recursos del Fondo de Riqueza Soberana para conseguir alcanzar ese superávit primario. El déficit público se ha situado en un 3,96 %, el mayor desde 2009, en un contexto de desaceleración de los ingresos (crecimiento del 4,8 % hasta julio, frente al 11,2 % de 2013) a un mayor ritmo que la de los gastos (12,2 %, frente al 14,1 % del año anterior). A pesar de ello, se ha intentado mantener cierto impulso fiscal a través de la prolongación de exenciones sectoriales y contribuciones sociales y de la acción del BNDES para incentivar la actividad. Moody's ha situado la calificación crediticia soberana en perspectiva negativa. En la primera vuelta de las elecciones presidenciales ganó la actual presidenta Dilma Rousseff; una victoria en la segunda vuelta, a finales de mes, apuntaría hacia un escenario de continuidad en las políticas económicas.

Tras un primer trimestre de escaso dinamismo, en el que el PIB creció un 0,4 % en tasa trimestral, la economía de *México* experimentó una recuperación más visible a partir del segundo (1 % trimestral), que, a tenor de los indicadores más recientes, se estaría prolongando en la segunda mitad del año. La tasa interanual del PIB del segundo trimestre fue del 1,6 %, frente al 1,9 % del primero, si bien se vio influida a la baja por el efecto Semana Santa (descontando ese efecto, el crecimiento interanual habría sido del 2,7 %). La recuperación de la economía está viniendo impulsada principalmente por el sector exterior (véase gráfico 11). Las exportaciones de bienes han mantenido un buen comportamiento, aumentando un 7,7 % interanual en el segundo trimestre, tras un 6,9 % en el primero. En sentido contrario, la caída de la actividad en Estados Unidos a comienzos de año, un efecto mayor de lo esperado sobre el consumo y la inversión privados del aumento impositivo, la lenta recuperación de la construcción y la merma de la producción petrolera incidieron negativamente en la demanda interna. Los indicadores de alta frecuencia del tercer trimestre (IMEF y confianza del productor) apuntan a un fortalecimiento del ciclo en la segunda mitad del año, impulsado por la demanda externa y el gasto público, en particular en infraestructuras. También el resto de componentes de la demanda interna podría empezar a proporcionar un mayor apoyo. Así, la tasa de paro se redujo hasta un 5,2 % de la población activa en agosto (5,5 % en julio), observándose un aumento en el empleo en el sector formal del 3,2 % en el segundo trimestre, mayor que en trimestres previos, y un descenso del empleo informal. Los salarios están creciendo un 4 % en términos reales.

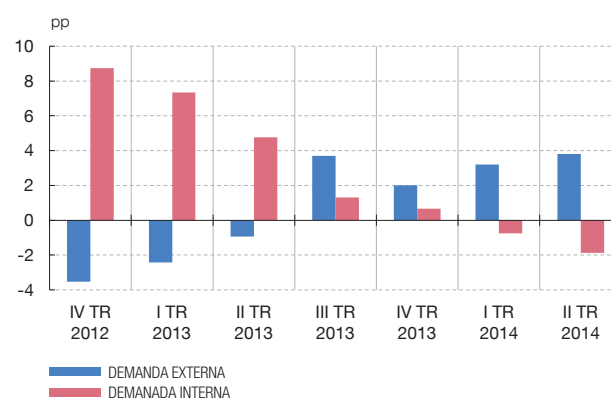
La inflación volvió a repuntar hacia tasas del 4,2 % interanual en septiembre, algo por encima del margen superior de la banda objetivo, aunque como resultado de efectos base que deberían desvanecerse y permitir un retorno a tasas cercanas al 3 % interanual, a partir del año próximo. Las expectativas de inflación a medio plazo no se han alejado significativamente del 3,5 %. En este contexto, el banco central redujo en junio la tasa de política monetaria en 50 pb, hasta el 3 %. Esta decisión no fue unánime, por primera vez en mucho tiempo. Según las actas, prevaleció el argumento de que la inflación sigue controlada y no se detectan presiones inflacionistas en el horizonte en el que opera la política monetaria, así como la estrategia de «convergencia eficiente», que supone la conducción de la inflación hacia el objetivo con el menor coste posible en términos de actividad. A principios de agosto, el banco central optó por mantener los tipos en una decisión que refleja la confianza en el fortalecimiento de la economía. El déficit público, por su parte, se amplió hasta un 3,22 % del PIB en el segundo trimestre, con un empeoramiento del saldo primario (-1,29 %, frente al -0,89 % del primer trimestre).

Tras un primer trimestre de 2014 en el que *Argentina* entró en recesión técnica al registrar una tasa de crecimiento trimestral del -0,5 % (tras el -0,5 % del último trimestre de 2013), en el segundo trimestre la economía argentina creció un 0,9 %. En tasa interanual, el crecimiento fue nulo, tras el 0,3 % del primer trimestre (revisado al alza). Esta evolución se

ARGENTINA: RESERVAS Y TIPO DE CAMBIO



CHILE: APORTACIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB



FUENTES: Banco Central de la República Argentina e Instituto Nacional de Estadística de Chile.

explica por la caída de la demanda interna, lastrada por la contracción del consumo privado (-2,5 % interanual) y la formación bruta de capital (-3,7 % interanual), que se vieron solo parcialmente compensados por el consumo público (4 % interanual). La demanda externa tuvo una aportación positiva como consecuencia del significativo retroceso de las importaciones, superior al 10 % interanual. Para la segunda mitad del año se espera un empeoramiento de la coyuntura. Las exportaciones y las importaciones continuaron cayendo a un ritmo sostenido del 10 % interanual entre enero y agosto, como consecuencia del descenso del precio de la soja y de las restricciones derivadas de la escasez de divisas, y el déficit corriente acumulado de doce meses se amplió en el segundo trimestre, hasta los 6,2 mm de dólares, algo más de un 1 % del PIB, mientras que la cuenta de capital y financiera fue también ligeramente deficitaria, debido a las amortizaciones de préstamos por parte del banco central a organismos internacionales. Las reservas se situaron en niveles inferiores a los 29 mm de dólares, que precipitaron a principios de año la devaluación del peso (véase gráfico 12). La sentencia de la corte de Nueva York en el juicio contra los *holdouts*, que provocó el bloqueo de los pagos de la deuda reestructurada, ha llevado al país a una situación de impago selectivo desde el 30 de julio, con implicaciones para la evolución económica del país (véase recuadro 1).

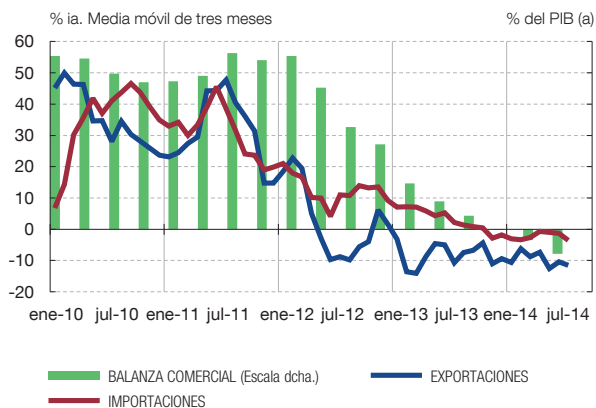
La inflación ha seguido aumentando y se situó en un 19,8 % en tasa acumulada hasta septiembre, en un contexto caracterizado por la continuada monetización del déficit público y por el aumento del ritmo de devaluación del tipo de cambio oficial (8,44 pesos por dólar, desde los 8,1 de julio). La brecha del tipo de cambio con el dólar no oficial se ha ampliado a máximos superiores al 70 %. En un intento de aliviar la presión sobre el tipo de cambio, el banco central volvió a reducir el límite a las tenencias de dólares del sistema bancario (hasta un 20 % de su posición en activos). La base monetaria creció hasta agosto algo más del 19 %, lo que supone un descenso respecto al 24 % de finales del año pasado y la menor tasa desde 2010. Este descenso vino explicado por la absorción de liquidez de las subastas de títulos del banco central, impulsada por el aumento de los tipos de interés en cerca de 1.000 pb desde principios de año. En materia fiscal, el déficit primario del sector público en los últimos doce meses se situó en el 0,7 % del PIB, teniendo en cuenta las transferencias del banco central. Aunque los ingresos del sector público crecieron cerca de un 39 % interanual en el acumulado de doce meses hasta julio en términos nominales, como consecuencia de la elevada inflación, el gasto primario creció un 41 %, debido al aumento de las transferencias corrientes al sector privado (subsidijs).

Durante el primer semestre de 2014, la economía de Chile experimentó una desaceleración superior a la esperada. En tasa trimestral, el PIB se expandió un 0,6 % en el primer trimestre y un 0,2 % el segundo, y en tasa interanual, un 2,4 % y un 1,9 %, respectivamente, una moderación muy significativa en comparación con un crecimiento medio del 5 % en los tres últimos años. La demanda interna registró dos trimestres consecutivos de caída y la inversión intensificó su ritmo de contracción hasta el -8,1 % interanual. Para una economía pequeña y abierta como la chilena, los efectos reales del ciclo de las materias primas exceden con mucho el ámbito de las cuentas exteriores y fiscales. Así, en paralelo con el descenso de los precios del cobre y la depreciación del tipo de cambio (más de un 13 % frente al dólar en la parte transcurrida del año), se está produciendo un intenso y relativamente rápido reequilibrio en la composición del crecimiento. Dicho ajuste ha llevado a la demanda interna a detraer prácticamente 2 pp del crecimiento en el segundo trimestre, y a la externa a aportar 3,8 pp, como consecuencia de la caída de la inversión y las importaciones y de una respuesta lenta aún de las exportaciones (-0,4 % en el segundo trimestre) (véase gráfico 12). El consumo privado, por su parte, se debilitó considerablemente (1,9 % interanual en el segundo trimestre, frente al 5,2 % de 2013) y tan solo el consumo público mostró un dinamismo mayor. En este contexto, la tasa de desempleo siguió una ligera tendencia creciente.

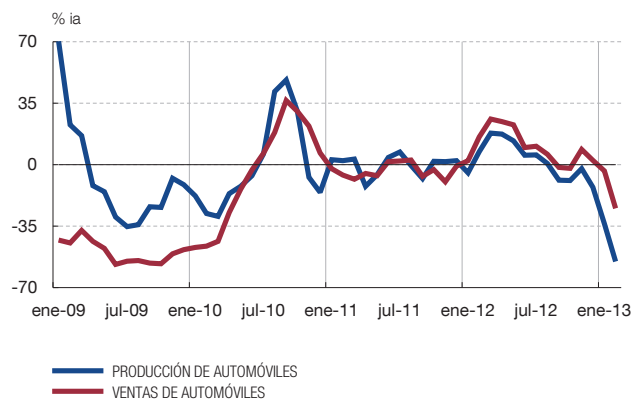
El superávit comercial hasta agosto fue superior al registrado durante el mismo período del año precedente, debido a la fuerte caída de las importaciones en valor (-9,1 % interanual), ya que las exportaciones también descendieron (-0,4 % interanual). Esta evolución, junto con la menor repatriación de beneficios de las empresas exportadoras de materias primas, está permitiendo la corrección del déficit corriente hasta un -2,4 % en el segundo trimestre, más de 1,5 pp inferior al de un año antes. La inflación repuntó hasta un 4,9 % en septiembre, por encima del límite superior del objetivo del banco central, acusando el efecto de *pass-through* del tipo de cambio. Sin embargo, las expectativas de inflación a medio plazo se mantienen ancladas en torno al 3 %. En este contexto, el banco central redujo la tasa de interés oficial en 75 pb adicionales desde abril, hasta el 3,25 % en septiembre. En el ámbito fiscal, los ingresos del Gobierno central mostraron una disminución del -0,2 % en el primer semestre, respecto al mismo período del año precedente, mientras que los gastos aumentaron un 5,3 %. En el primer semestre se registró un superávit del 0,1 % del PIB, si bien se espera para el conjunto del año un déficit de alrededor del 2 % del PIB por la previsible aceleración del gasto durante el segundo semestre; el déficit estructural se situará algo por encima del 1 % del PIB. El Gobierno presentó un paquete de estímulo fiscal por importe de 500 millones de dólares, orientados a estimular la inversión, tanto pública como privada. Por último, la reforma fiscal fue aprobada a mediados de septiembre por el Congreso, con el objetivo de aumentar la recaudación en un 3 % del PIB hasta 2018. Los recursos obtenidos se destinarán a la reforma educativa, al gasto sanitario y a un mayor equilibrio fiscal.

La economía de Perú también experimentó una desaceleración superior a la esperada durante el primer semestre de 2014. El PIB registró un crecimiento trimestral nulo en el segundo trimestre, tras la contracción del -0,2 % trimestral en el primero. En tasas interanuales, la economía se desaceleró hasta un 1,7 % en el segundo trimestre, desde el 5,1 % del primero. Esta evolución responde al comportamiento tanto de la demanda interna —que se moderó hasta un 2,2 % interanual en el segundo trimestre, pese al relativamente buen tono del consumo privado, por la fuerte caída de la inversión (4 % interanual)— como de la demanda externa, que detrajo siete décimas del crecimiento por la caída de las exportaciones. La tasa de paro permaneció estable por debajo del 6 %. En el primer semestre se amplió el déficit de la balanza comercial, siendo significativa la aceleración en

PERÚ: BALANZA COMERCIAL



VENEZUELA: INDICADORES DE PRODUCCIÓN Y CONSUMO



FUENTE: Cavenez, Datastream.

a Media móvil de cuatro trimestres.

el ritmo de contracción de las exportaciones, debido fundamentalmente a la menor demanda de materias primas (véase gráfico 13). El déficit por cuenta corriente siguió ampliándose hasta un 5,1 % del PIB. La inflación tendió a moderarse gradualmente, hasta el 2,7 % interanual en septiembre, dentro del intervalo objetivo del banco central (2 % +/- 1 pp). El Banco Central de Reserva del Perú redujo su tipo de interés de referencia en julio y en septiembre en 25 pb, hasta situarlo en el 3,5 %. Asimismo, con la finalidad de ampliar la financiación al crédito en moneda local, redujo la tasa de encaje marginal para depósitos en soles en seis ocasiones (hasta dejarla en el 10,5 %) y flexibilizó la tasa de encaje para comercio exterior. En el plano fiscal, el saldo primario del Gobierno central registró un superávit equivalente al 1 % del PIB en el período enero-agosto, inferior al registrado durante el mismo período de 2013, del 1,8 %.

En *Colombia*, la actividad comenzó a desacelerarse en el segundo trimestre de 2014 (-0,1 % trimestral, 4,3 % interanual), tras el fuerte dinamismo mostrado en el primer trimestre (2,5 % trimestral, 6,7 % interanual). Aun así, Colombia es el país más dinámico de la región. El crecimiento en el segundo trimestre estuvo sustentado por la demanda interna, que creció un 7,7 % interanual, impulsada en gran parte por la inversión (11 % interanual), particularmente en obra civil. En sentido inverso, la demanda externa explicó en mayor medida la desaceleración, al restar 4,4 pp al crecimiento como consecuencia de una intensa contracción de las exportaciones (8,6 % interanual), como resultado de efectos base y restricciones de oferta en el sector petrolero. El déficit de cuenta corriente continuó ampliándose durante la primera mitad del año, alcanzando el 4,4 % del PIB en el segundo trimestre. Los indicadores adelantados para el tercer trimestre muestran una ligera moderación, en un contexto de buen comportamiento del mercado laboral y del crédito. La inflación se mantuvo dentro del rango objetivo del banco central (2 %-4 %), si bien con tendencia al alza, situándose en septiembre en el 2,9 % interanual, por los mayores precios de alimentos y vivienda. Por su parte, la inflación subyacente se situó casi todo este tiempo por debajo del 3 %, favorecida por la apreciación del tipo de cambio. El banco central elevó los tipos de interés oficiales en las últimas cinco reuniones hasta agosto en 25 pb cada vez (hasta situarlos en el 4,5 %), pero los mantuvo sin cambios en la reunión de septiembre, dada la moderación de la actividad interna y la incertidumbre del entorno internacional. En el ámbito fiscal destaca la propuesta del Gobierno de una nueva reforma fiscal, a fin de conseguir un aumento en los ingresos fiscales que le permitan cumplir con el

objetivo de déficit del Gobierno central para 2014 y 2015 del 2,4 % del PIB. Por otro lado, Moody's elevó en julio el *rating* de Colombia de Baa3 hasta Baa2 con perspectiva estable, alineándose con las calificaciones otorgadas por S&P y Fitch.

Aún no se han publicado los datos del PIB de *Venezuela* para el primer semestre de 2014, como tampoco se han publicado la mayoría de indicadores de alta frecuencia desde septiembre de 2013. Como indicadores parciales de la posición cíclica, la producción y las ventas de automóviles experimentaron descensos muy pronunciados en los siete primeros meses del año (véase gráfico 13), la producción de acero en torno al -25 %, y la utilización de plataformas petroleras un -2 %. Por el contrario, dos soportes del consumo privado —el mercado laboral y el crédito— mostraron un comportamiento más favorable; la creación de empleo fue del 3,1 % interanual en el período enero-julio de 2014 y el crédito mediante tarjetas creció a tasas superiores al 20 % en términos reales, aunque los salarios reales siguen cayendo a tasas muy elevadas. La inflación se situó en un 59,7 % en agosto, como consecuencia de la escasez de bienes importados (las importaciones cayeron un 20 % en dólares en los cuatro primeros meses de 2014), de un crecimiento de la oferta monetaria superior al 100 % y de la devaluación efectiva del tipo de cambio provocada por la entrada en funcionamiento del SICAD II, el nuevo mercado de divisas.

Las reservas se situaban en 21 mm de dólares a finales de agosto, unos 8 mm por debajo de las de enero de 2013, de las cuales se estima que 6,5 mm son líquidas. El Ejecutivo ha planteado la venta de la filial de PDVSA en Estados Unidos (Citgo) y ha firmado varios créditos con petroleras extranjeras a cambio de explotaciones en la Faja del Orinoco, con el fin de preservar un mínimo nivel de reservas, dada la persistente caída de las exportaciones (2 % en los cuatro primeros meses de 2014). No obstante, la proximidad de un vencimiento de deuda externa importante ha provocado una fuerte ampliación del diferencial soberano de Venezuela y la revisión a la baja del *rating* del país hasta CCC+. A finales de septiembre, el Ejecutivo anunció que parte de los ingresos de PDVSA podrían venderse en el SICAD II, aliviando así la restricción presupuestaria, tanto del Gobierno como de la petrolera estatal en moneda nacional, además de impulsar la oferta de divisas en dicho mercado, al que tiene acceso el sector privado.

15.10.2014.

LA INCIDENCIA DE LA DEUDA Y LA INCERTIDUMBRE SOBRE EL CONSUMO TRAS LA GRAN RECESIÓN

Este artículo ha sido elaborado por Ángel Estrada y Javier Vallés, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales¹.

Introducción

Seis años después del inicio de la crisis de 2008, la recuperación de la mayor parte de las economías desarrolladas se sigue produciendo a un ritmo lento y desigual. Una de las razones que suele aducirse para justificar esta lenta recuperación es el elevado endeudamiento acumulado por el sector privado durante el largo período de crecimiento que culminó en 2007-2008, muy superior al experimentado en ciclos expansivos previos. La evidencia histórica indica que las crisis financieras en las que previamente se había alcanzado un nivel de endeudamiento elevado se corresponden con episodios de desaceleración de mayor profundidad y recuperaciones menos intensas².

El acceso al crédito permite a empresas y familias elegir sus sendas de inversión y consumo de forma más eficiente, teniendo en cuenta consideraciones de más largo plazo, lo cual favorece el crecimiento. Pero la acumulación de deuda excesiva constituye un riesgo en presencia de perturbaciones financieras que puede afectar negativamente a las decisiones de corto plazo de los agentes. Por ello, la corrección de un endeudamiento excesivo es una condición necesaria para retornar a una senda de crecimiento sostenido.

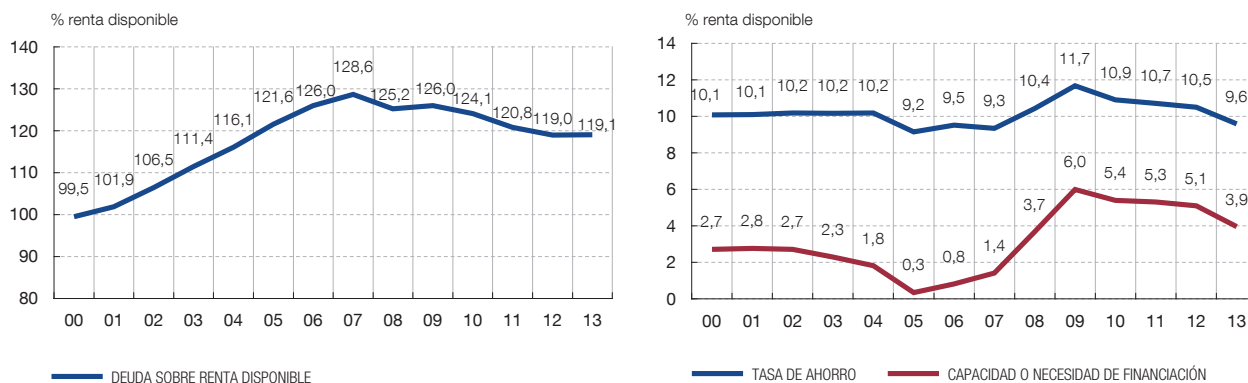
Un segundo factor que se cita como determinante del lento ritmo de recuperación es la incertidumbre de las familias sobre la evolución de su renta futura, asociada a tasas de desempleo persistentemente más elevadas. Muchas de las economías desarrolladas han experimentado después de 2007 un aumento muy constante de la tasa de paro, que ha podido llevar a que la tasa de ahorro de las familias se elevara por un motivo precautorio.

El propósito de este artículo es proporcionar evidencia empírica sobre la incidencia de estos dos factores —endeudamiento e incertidumbre— en la evolución reciente del consumo privado, principal componente de la demanda agregada. Los trabajos empíricos realizados con información individual de las familias han mostrado cómo ciertas características de los hogares permiten explicar determinadas decisiones ante cambios del entorno económico. Siguiendo una línea similar, en este artículo se utiliza información agregada para analizar si la deuda de las familias y la incertidumbre sobre su renta laboral contribuyen a explicar las diferencias en el consumo privado de los países, en presencia de perturbaciones que afectan a la renta, la riqueza neta o el tipo de interés.

En la siguiente sección del artículo se describe la evolución de la tasa de ahorro y de la deuda de los hogares en la última década para el conjunto de países de la OCDE y se constata que hay una considerable heterogeneidad entre países, tanto en la evolución del consumo y de la renta como en la composición entre activos y pasivos en los balances de las familias. En la tercera sección, basándose en la estimación de una ecuación de consumo, se investiga la relevancia del nivel de deuda y de la incertidumbre laboral para explicar las diferencias en la evolución del consumo privado en los distintos países tras la crisis (2008-2013). El artículo finaliza con una breve sección de conclusiones.

¹ Este artículo es un resumen del Documento de Trabajo: *Household Debt and Uncertainty: Private Consumption after the Great Recession* (2014).

² Véase Jordá *et al.* (2013).



FUENTES: Eurostat, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

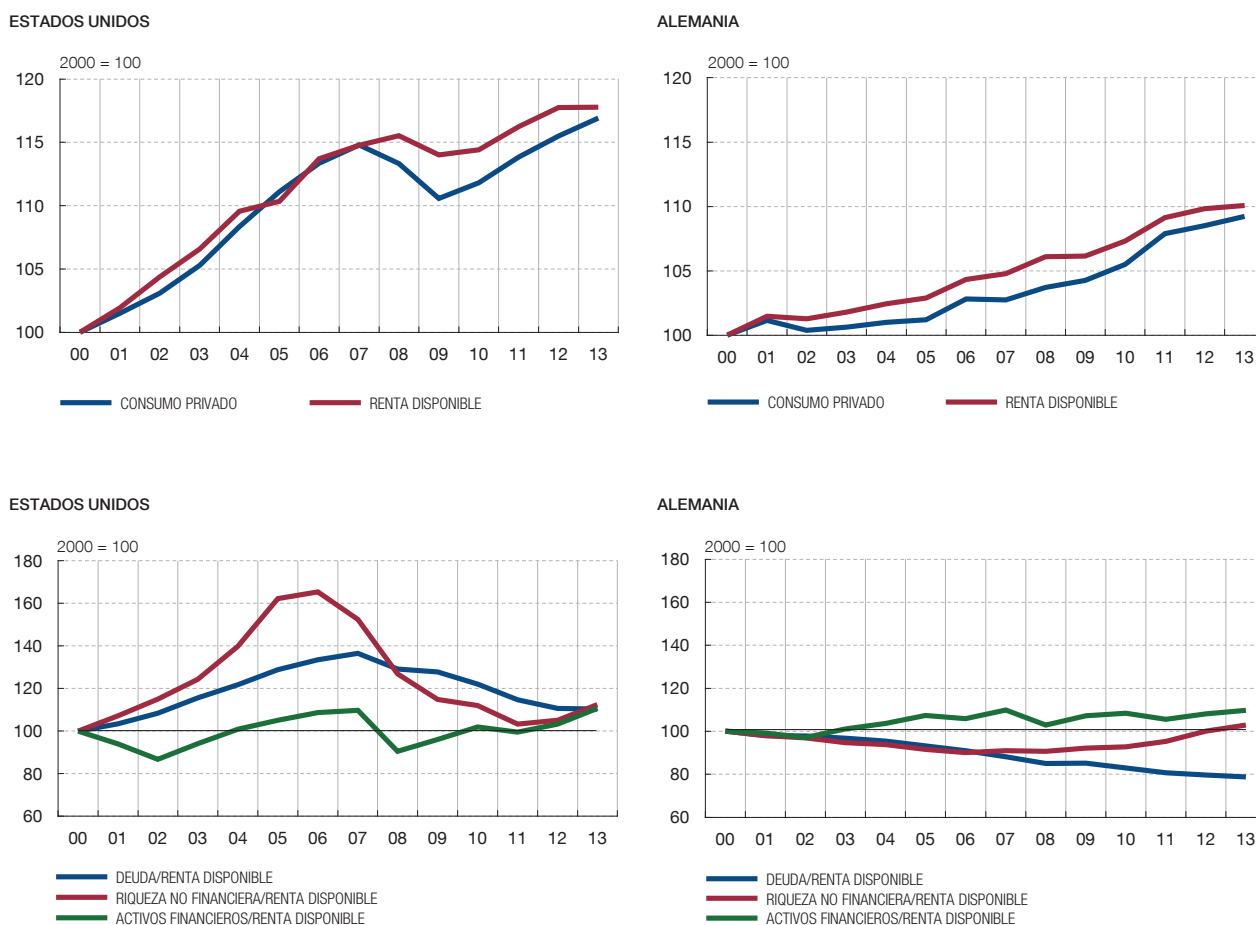
Las diferencias entre países en la evolución del consumo y de la deuda

Durante el período expansivo previo a la crisis, el consumo privado del conjunto de los países de la OCDE creció más que la renta disponible de los hogares, lo que se tradujo en una reducción de la tasa de ahorro de casi 1 punto porcentual (pp) en el período 2001-2007. El recorte de la capacidad de financiación de los hogares fue mayor, de más de 2 pp, ya que los hogares incrementaron la compra de viviendas. El gráfico 1 muestra cómo este comportamiento conllevó un aumento agregado de la deuda de las familias de los países de la OCDE de más de 26 pp en el mismo período.

Tras la *Gran Recesión* se inició un proceso de desapalancamiento de los hogares, basado, inicialmente, en un aumento de la tasa de ahorro, que superó los 2 pp entre 2007 y 2009. En 2013 la ratio deuda-renta disponible se estabilizó para el conjunto de los países desarrollados, lo cual incidió en la recuperación del consumo, y la tasa de ahorro se mantuvo en niveles similares a los observados a principios de este siglo.

Sin embargo, detrás de esta evolución agregada existen comportamientos muy diferentes entre países, tanto por lo que respecta al consumo privado como a la deuda de los hogares. El gráfico 2 presenta el caso de Estados Unidos y de Alemania. Antes de 2007, la economía norteamericana se caracterizó por un elevado dinamismo del consumo privado; tras la crisis, el nivel de consumo se ajustó drásticamente y luego se recuperó de forma paralela a la renta disponible, de manera que su nivel actual se sitúa por encima del de 2007. Como se puede apreciar en los paneles inferiores del gráfico, la reciente recuperación del consumo está en parte ligada al cambio de tendencia del mercado inmobiliario, que ha tomado fuerza a partir de 2012, y, por tanto, al aumento en la riqueza no financiera de las familias. De hecho, el que esta recuperación del sector de la vivienda esté siendo menos vigorosa que en otros ciclos es una de las causas a las que se atribuye la lenta recuperación del empleo y de la actividad. Por otro lado, desde 2001 la riqueza financiera neta ha crecido menos que el componente no financiero de la riqueza, que incluye la vivienda, aunque ha registrado una mayor volatilidad. La ratio de deuda muestra un perfil similar al de la riqueza no financiera; tras la crisis, esto ha llevado a muchas familias a una situación de sobreendeudamiento, que les ha impedido hacer frente a sus obligaciones financieras. Otros países desarrollados, como España o Reino Unido, que han sufrido una caída aguda en el precio de la vivienda, también están reduciendo su nivel de deuda, pero con un ritmo e intensidad que en algunos casos son muy diferentes al de Estados Unidos³.

3 Véanse Garrote *et al.* (2013) y el *Informe Anual 2013*, del Banco de España.



FUENTES: Eurostat, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, Fondo Monetario Internacional y Banco de España.

En los paneles de la derecha del gráfico 2 se puede apreciar cómo el comportamiento de esas mismas variables ha sido muy diferente en Alemania (y en economías similares, como Japón). En Alemania, la tasa de ahorro ha aumentado en relación con 2001, sin que el consumo se haya reducido tras la crisis. El nivel de deuda se ha venido reduciendo desde principios de la década anterior, lo que no ha impedido que a partir de 2011 las familias hayan experimentando una expansión en su riqueza inmobiliaria. Esta se ha producido en paralelo con un significativo crecimiento de los precios de la vivienda, después de la trayectoria descendente observada prácticamente desde principios del milenio.

Las diferencias observadas por países en las decisiones de ahorro y en la estructura del balance de las familias se explican, en parte, por razones institucionales. En algunos países ha sido más fácil endeudarse usando la vivienda como colateral y el desarrollo de nuevos instrumentos financieros en los años ochenta y noventa facilitó el acceso a este tipo de crédito. Por otra parte, a raíz de la crisis, se han producido cambios significativos en las condiciones financieras. Además, la evidencia reciente muestra que la distribución del endeudamiento permite explicar las diferencias de consumo observadas entre regiones de Estados Unidos y entre familias de Reino Unido⁴. Diversos análisis teóricos han mostrado cómo, en presencia de una mayor restricción financiera, las diferencias en la distribución

4 Veánse Mian *et al.* (2013), y Bunn y Rostom (2014).

de la deuda entre hogares pueden llevar a una contracción de la demanda agregada⁵, pues la reducción del consumo de los hogares más endeudados no se ve compensada por la evolución del gasto del resto de los hogares. Por tanto, es relevante explorar los posibles efectos diferenciales por países del sobreendeudamiento sobre consumo.

Resultados econométricos En el análisis empírico se ha seguido un enfoque secuencial. En primer lugar, se ha estimado una ecuación que relaciona el consumo privado per cápita con sus determinantes tradicionales: renta, riqueza total neta y tipos de interés. La especificación de la ecuación supone que el crecimiento del consumo privado per cápita se explica por el crecimiento de sus determinantes y, también, por la desviación del nivel de consumo respecto a su nivel óptimo a largo plazo (mecanismo de corrección del error). La muestra está compuesta por un panel de 21 países de la OCDE para el período 1980-2013 y en la estimación se tienen en cuenta tanto factores idiosincráticos como perturbaciones comunes a todos los países que varían en el tiempo⁶.

La estimación por variables instrumentales señala que los activos financieros netos, la riqueza no financiera y los tipos de interés son significativos y tienen los signos esperados, mientras que la renta (y renta esperada) no resulta significativa para explicar la dinámica del consumo. Estas estimaciones de corto plazo dan una propensión marginal al consumo, entre 0,5-1,8 céntimos por unidad de riqueza. Aunque la evidencia obtenida en otros estudios apunta a una mayor relevancia de la riqueza no financiera conforme ha avanzado el proceso de innovación financiera, con la muestra utilizada aquí no se encuentra una propensión al consumo diferente entre riqueza financiera y no financiera⁷.

Una forma preliminar de explorar la relevancia de las condiciones financieras en las decisiones de consumo, más allá de su influencia a través del tipo de interés y de la riqueza neta, es analizando la correlación de los residuos de la ecuación de consumo estimada con el endeudamiento. En concreto, si el fuerte aumento de la deuda antes de la crisis y el desapalancamiento posterior reflejan cambios en las condiciones de acceso a la financiación de los hogares, se debería observar que, en los países que más se han desapalancado, la ecuación proyecta un crecimiento del consumo superior al observado. Además, deberían ser los países en los que más aumentó la deuda antes de la crisis aquellos en los que el ajuste posterior del consumo habría sido mayor que el proyectado.

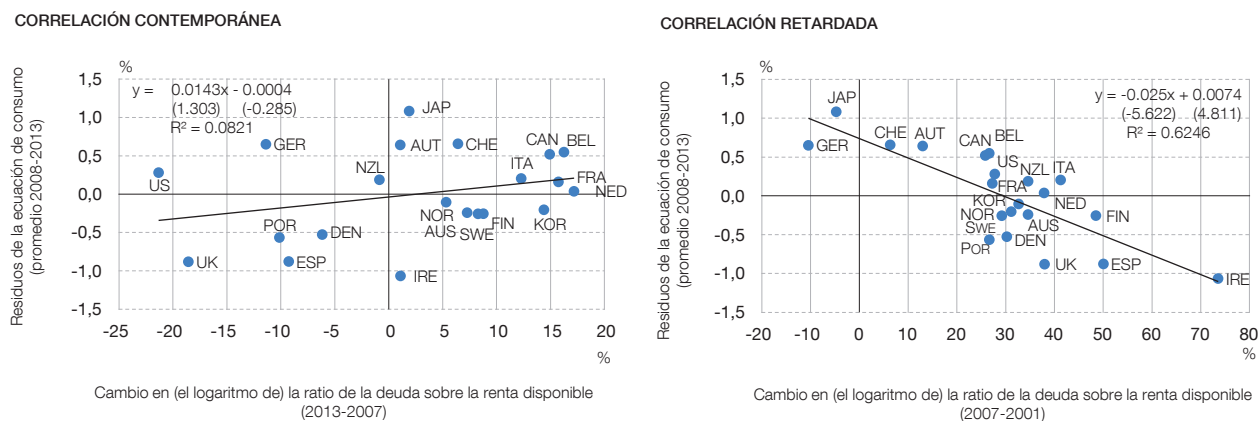
El panel izquierdo del gráfico 3 señala una correlación positiva por países entre el residuo medio del consumo en 2008-2013 y el cambio en la ratio de la deuda sobre renta en ese período. Esto implica que, efectivamente, los países que más han reducido su nivel de deuda son aquellos que presentan los residuos más negativos y, por tanto, en los que más se sobrestima la evolución del consumo tras la crisis. En el panel derecho del gráfico 3 se observa, en cambio, una correlación negativa entre esos mismos residuos del consumo por países y el crecimiento de la deuda durante el período inmediatamente anterior a la crisis (2001-2007). En consecuencia, economías como Reino Unido o España, donde, de acuerdo con sus determinantes fundamentales, el consumo debería haber crecido más que lo observado tras la recesión, el residuo de la estimación está relacionado con el sobreendeudamiento previo a la recesión.

Para contrastar de forma más rigurosa esta relación, se ha reestimado la ecuación de consumo, incluyendo como regresores adicionales la acumulación de deuda (*i.e.*, el crédito)

5 Véase Eggertsson y Krugman (2012).

6 Para un análisis detallado del caso español, véase Sastre y Fernández-Sánchez (2011).

7 Un resultado similar se alcanza en Ludwig y Sløk (2004).



FUENTE: Banco de España.

actual y pasada. La hipótesis que se quiere contrastar es si, una vez tenidos en cuenta los determinantes tradicionales, la dinámica de la deuda puede reflejar cambios en las condiciones financieras. En este sentido, la evolución en el consumo también vendría explicada por diferencias en el acceso al crédito para el promedio de los hogares por país. Al tratarse de una variable endógena (*i.e.*, las decisiones de consumo y financiación se toman conjuntamente), se han utilizado dos instrumentos que tratan de aproximar los cambios en las condiciones de acceso al crédito de cada economía: un índice de reformas financieras del FMI y la ratio de dependencia de la población, que recoge la evolución demográfica e influye en las decisiones de ciclo vital de las familias.

Los resultados econométricos indican que la variación contemporánea de la deuda afecta positiva y significativamente al consumo, mientras que los retardos de la variación de la deuda tienen un efecto negativo. Una forma de ilustrar este resultado es viendo el efecto conjunto de la dinámica de la deuda en la determinación del consumo de Estados Unidos y de Alemania en el período más reciente de la muestra. Como se aprecia en el gráfico 4, el endeudamiento de los hogares de Estados Unidos supuso un importante apoyo al consumo entre 2000 y 2007 (2,7 pp acumulados); en cambio, en 2008-2012 tiene más influencia el elevado endeudamiento pasado, lo cual justifica el intenso proceso de desapalancamiento en ese período y el efecto negativo sobre el consumo. Resulta interesante comprobar que en 2013 el efecto de la deuda vuelve a ser positivo en Estados Unidos, apoyando la recuperación del consumo. Por el contrario, en Alemania el efecto adicional de la deuda durante el período expansivo es mucho más pequeño y domina el efecto negativo del desapalancamiento desde el año 2000; tras la recesión, se ha vuelto prácticamente nulo.

Esta nueva estimación de la ecuación de consumo, además de ajustarse mejor a los datos observados, presenta dos resultados interesantes en relación con la especificación sin deuda. El primero es que la renta resulta también significativa, al igual que la riqueza y los tipos de interés (en este caso solo al 10% de significación). El segundo es que ahora la riqueza no financiera es menos relevante y presenta un coeficiente muy inferior al de la riqueza financiera neta. Una posible explicación es que en anteriores especificaciones el parámetro de la riqueza no financiera estaba recogiendo el efecto de colateral que tiene la vivienda en el acceso a la financiación de los hogares.

El segundo factor que se ha considerado en la estimación de la función de consumo es la incertidumbre sobre la renta laboral. En los modelos de ahorro por motivo precautorio, las familias acumulan un nivel de riqueza superior al deseado para protegerse ante un aumento

CONTRIBUCION DE LA DEUDA DE LOS HOGARES AL CRECIMIENTO DEL CONSUMO (PER CÁPITA):
ESTADOS UNIDOS Y ALEMANIA

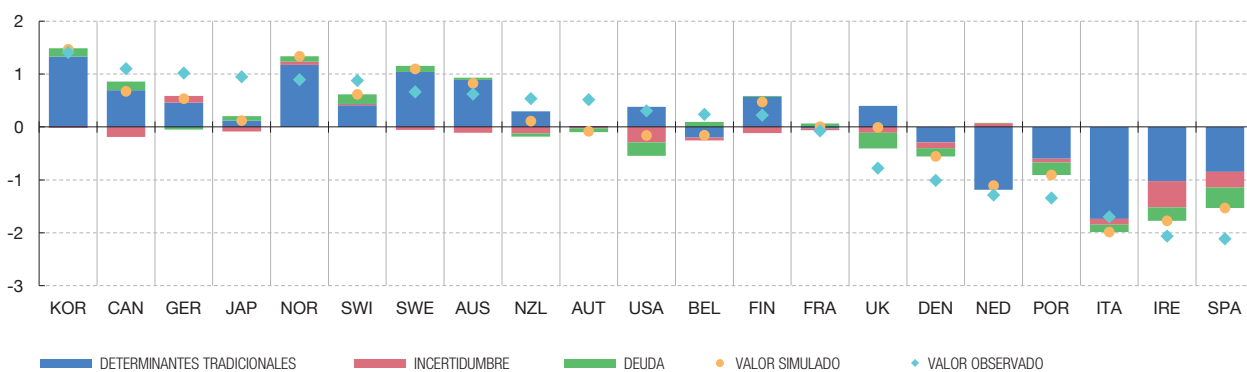
GRÁFICO 4



FUENTE: Banco de España.

DETERMINANTES DE LA TASA DE CRECIMIENTO DEL CONSUMO PRIVADO DESPUÉS DE LA CRISIS FINANCIERA (2008-2013)

GRÁFICO 5



FUENTE: Banco de España.

en la probabilidad de menor renta futura. Esto puede hacer que en el proceso de ajuste haya una caída transitoria en el consumo⁸. Los trabajos empíricos suelen medir esta incertidumbre por la probabilidad *ex ante* de quedar desempleado, a partir de datos individuales o de la información de encuestas de opinión. Aquí, por simplicidad, la incertidumbre laboral se ha aproximado por la volatilidad de los cambios en la tasa de paro. Al utilizar las primeras diferencias del desempleo, en lugar del nivel, se quiere eliminar el componente estructural de la tasa de paro, que es muy distinto entre los países desarrollados.

Los resultados econométricos confirman que un aumento en la volatilidad del desempleo reduce el consumo, sin afectar de forma significativa al resto de los parámetros estimados. Aunque la contribución de este factor a la variación del consumo en el conjunto del período analizado es menos importante que la de la deuda, ha sido muy relevante en períodos concretos. Así, entre 2007 y 2009, cuando los efectos de la crisis financiera eran más notorios, la variabilidad del desempleo explica 1 pp del aumento agregado de la tasa de ahorro, que fue de 2,3 pp en el conjunto de los países de la muestra.

En cuanto a la importancia relativa de estos factores por países, el gráfico 5 parte de la estimación que incluye ambos determinantes financieros para medir su contribución al

8 Véase Carroll *et al.* (2012).

crecimiento per cápita del consumo promedio en el período más reciente, 2008-2013. Como se puede apreciar, los errores de previsión son reducidos y los determinantes tradicionales (renta, riqueza neta y tipos de interés) son los más relevantes para explicar el consumo. Pero resulta interesante comprobar que los dos factores financieros adicionales han sido relevantes en aquellos países en los que se ha reducido el consumo tras la *Gran Recesión*. Así, en las economías en las que los hogares se han desendeudado (Estados Unidos, Reino Unido, España, Portugal, Irlanda, Italia, Alemania, Dinamarca y Austria) este factor explica 0,2 pp de una caída promedio del consumo del 0,8 %. Por su parte, el aumento de la incertidumbre ha tenido unos efectos especialmente acusados en Irlanda y en España, donde explica 0,4 pp de una caída promedio del consumo del 2,1 %.

Conclusiones

El sobreendeudamiento de los hogares, ligado al *boom* inmobiliario y al desarrollo financiero en el período anterior a la crisis, y el posterior proceso de desapalancamiento, es un factor que se ha barajado en muchas ocasiones para explicar la actual debilidad del consumo privado en muchas economías desarrolladas. Un segundo factor que ha podido inducir un aumento repentino de la tasa de ahorro como el observado después de 2008, y debilitar adicionalmente el consumo, es la incertidumbre sobre la renta laboral futura, asociado el persistente aumento de la tasa de paro.

Este artículo ha presentado evidencia para un conjunto de países de la OCDE sobre la influencia de estos factores de forma complementaria a los determinantes más tradicionales del consumo, como son la renta, la riqueza neta y los tipos de interés. Así, en países como Estados Unidos o España la dinámica de la deuda de los hogares explica una parte significativa de la evolución del consumo en el período más reciente. Y la incertidumbre resulta clave para entender el aumento de la tasa de ahorro por motivos precautorios, sobre todo inmediatamente después de la crisis financiera o en países que han experimentado un mayor crecimiento del desempleo. Estos resultados apoyan la importancia de las condiciones financieras para entender el comportamiento de variables reales como el consumo.

14.10.2104.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE ESPAÑA (2014). *Informe Anual 2013*.
- BUNN, P., y M. ROSTOM (2014). «Household debt and spending», *Quarterly Bulletin 2014Q3*, Bank of England.
- CARROLL, C., J. SLACALEK y M. SOMMER (2012). *Dissecting saving dynamics: measuring credit, wealth and precautionary effects*, Johns Hopkins University, mimeo.
- ESTRADA, A., D. GARROTE, E. VALDEOLIVAS y J. VALLÉS (2014). *Household Debt and Uncertainty: Private Consumption after the Great Recession*, Documentos de Trabajo, n.º 1415, Banco de España.
- EGGERTSSON, G., y P. KRUGMAN (2012). «Debt, deleveraging and the liquidity trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach», *Quarterly Journal of Economics*, 127-3, Oxford University Press.
- GARROTE, D., J. LLOPIS y J. VALLÉS (2013). *Los canales de desapalancamiento del sector privado: una comparación internacional*, Documentos Ocasionales, n.º 1302, Banco de España.
- JORDÁ, O., M. SCHULARICK y A. TAYLOR (2013). «When credit bites back», *Journal of Money Credit and Banking*, 45-2, The Ohio State University.
- LUDWIG, A., y T. SLØK (2004). «The relationship between stock prices, house prices and consumption in OECD countries», *Topics in Macroeconomics*, 4-1.
- MIAN, A., K. RAO y A. SUFI (2013). «Household balance sheets, consumption and the economic slump», *Chicago Booth Working Paper*, 13-42, The University of Chicago.
- SASTRE, T. y J.L. FERNÁNDEZ-SANCHEZ (2011). «La tasa de ahorro durante la crisis económica: el papel de las expectativas de desempleo y de la financiación», *Boletín Económico*, noviembre, Banco de España.

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

Introducción

Durante el tercer trimestre de 2014 se han promulgado varias normas de carácter financiero, que se resumen en este artículo.

Una de las más reseñables es el establecimiento de un procedimiento uniforme para la resolución de entidades de crédito y de determinadas empresas de servicios de inversión (ESI) en el marco del Mecanismo Único de Resolución (MUR).

Por otro lado, el Banco Central Europeo (BCE) ha promulgado varias disposiciones, algunas de cierta relevancia, como: 1) nuevas medidas relativas a los activos de garantía en las operaciones de política monetaria; 2) la regulación de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (*targeted longer-term refinancing operations*, TLTRO); 3) el desarrollo del marco de cooperación en el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) entre el BCE y los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro; 4) los procedimientos para la presentación de las autoridades nacionales competentes (ANC) al BCE de los datos transmitidos por sus entidades supervisadas; 5) el proceso para el nombramiento de los representantes del BCE en el Consejo de Supervisión; 6) el establecimiento de ciertos requisitos de vigilancia de los sistemas de pago de importancia sistémica, y 7) la revisión de las obligaciones de información estadística de las instituciones financieras monetarias.

Por su parte, el Banco de España ha publicado dos disposiciones: la actualización de las cláusulas generales relativas a las condiciones uniformes de participación en TARGET2 y la modificación de su reglamento interno.

En el ámbito de las instituciones y los mercados financieros, se han publicado varias disposiciones en las cuales se: 1) desarrollan determinados aspectos de la normativa relativa a las sociedades y servicios de tasación homologados; 2) establece una serie de medidas temporales para facilitar la progresiva adaptación de las entidades aseguradoras y reaseguradoras a la legislación europea; 3) actualiza la normativa de la liquidación de valores y se han establecido el régimen jurídico y los requisitos aplicables a los depositarios centrales de valores; 4) desarrolla la normativa de los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios en lo referente al depositario y a las políticas de remuneración; 5) regulan determinados aspectos de las emisiones de cédulas y bonos de internacionalización, y 6) introducen nuevas disposiciones aplicables a las cuentas de pago.

Finalmente, se comentan varias disposiciones relativas a: 1) la modificación de la normativa concursal; 2) la creación de una central de información económico-financiera de las Administraciones Públicas, y 3) la aprobación de medidas urgentes para el crecimiento, la competitividad y la eficiencia.

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

MUS: procedimiento uniforme para la resolución de entidades de crédito y de determinadas

Se ha publicado el *Reglamento (UE) 806/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de julio (DOUE del 30)* (en adelante, el Reglamento), por el que se establecen normas y un procedimiento uniformes para la resolución, en el marco del MUR, de entidades de crédito y de las ESI pertenecientes a sus grupos consolidables. También

1	Introducción
2	MUS: procedimiento uniforme para la resolución de entidades de crédito y de determinadas empresas de servicios de inversión en la Unión Europea
2.1	Objetivo y ámbito de aplicación
2.2	La Junta Única de Resolución
2.3	Reparto de funciones dentro del MUR
2.4	Planes de resolución
2.5	Principios y objetivos de la resolución
2.6	Procedimiento e instrumentos de resolución
2.7	Obligación de cooperar e intercambio de información en el seno del MUR
2.8	El Fondo Único de Resolución
2.8.1	Aportaciones <i>ex ante</i>
2.8.2	Aportaciones <i>ex post</i> extraordinarias
2.8.3	Utilización del Fondo
2.8.4	Utilización de los sistemas de garantía de depósitos (SGD)
3	BCE: medidas temporales adicionales relativas a los bonos de titulización y a determinados créditos para ser activos admisibles en las operaciones de política monetaria
4	BCE: operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico
5	BCE: operaciones de financiación y activos de garantía en las operaciones de política monetaria
6	BCE: desarrollo de la normativa relativa al MUS
6.1	Cooperación con los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro
6.2	Presentación al BCE de los datos de supervisión transmitidos por las entidades supervisadas a las ANC
6.3	Nombramiento de representantes del BCE en el Consejo de Supervisión
7	BCE: vigilancia de los sistemas de pago de importancia sistémica
7.1	Gobierno del operador
7.2	Sistema de gestión integral de riesgos
7.3	Otros aspectos de la norma
8	BCE: obligaciones de información estadística de las instituciones financieras monetarias
9	TARGET2: actualización de la normativa
10	Modificación del Reglamento Interno del Banco de España
11	Sociedades y servicios de tasación homologados
11.1	Sociedades y servicios de tasación
11.2	Otras novedades
12	Adaptación de las entidades aseguradoras y reaseguradoras a la normativa de la Unión Europea
13	Unión Europea: actualización de la normativa de la liquidación de valores y regulación de los depositarios centrales de valores
13.1	Liquidación de valores
13.2	Depositarios centrales de valores
13.2.1	Autorización y supervisión
13.2.2	Requisitos generales aplicables a los DCV
13.2.3	Actividad transfronteriza
13.2.4	Ampliación de actividad y externalización de servicios
13.2.5	Régimen sancionador
14	Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios: modificación de la normativa
14.1	Políticas de remuneración
14.2	Funciones del depositario
15	Cédulas y bonos de internacionalización
15.1	Emisión de cédulas y bonos de internacionalización
15.2	Transmisión y negociación de cédulas y bonos de internacionalización en el mercado secundario
15.3	Competencias de supervisión en materia de cédulas y bonos de internacionalización
16	Unión Europea: nuevas disposiciones aplicadas a las cuentas de pago
16.1	Ámbito de aplicación
16.2	Comparabilidad de las comisiones aplicadas a las cuentas de pago
16.3	Servicio de traslado de cuentas de pago
16.4	Acceso a cuentas de pago básicas
16.5	Supervisión, resolución de litigios y régimen sancionador

17	Medidas urgentes en materia concursal
17.1	Novedades generales del convenio concursal
17.2	Novedades del convenio en relación con los acreedores privilegiados
17.3	Novedades en materia de liquidación concursal
17.4	Otras novedades
18	Información económico-financiera de las Administraciones Públicas
18.1	Central de Información Económico-Financiera
18.2	Obligaciones de información del Banco de España y de las entidades financieras
19	Medidas urgentes para el crecimiento, la competitividad y la eficiencia
19.1	Financiación e internacionalización de la empresa española
19.2	Operaciones de pago con tarjeta
19.3	Medidas fiscales
19.4	Otras medidas

ESI en la Unión Europea se crea un Fondo Único de Resolución (en adelante, el Fondo) y se modifica el Reglamento (UE) 1093/2010¹.

El Reglamento entró en vigor el 19 de agosto y se aplicará progresivamente a partir del 1 de enero de 2015.

OBJETIVO Y ÁMBITO
DE APLICACIÓN

La Directiva 2014/59/UE² estableció una armonización de las normas en materia de resolución bancaria en la Unión Europea y la cooperación de las autoridades nacionales de resolución (ANR)³ a la hora de afrontar la inviabilidad de bancos transfronterizos. No obstante, dicha Directiva reguló unas normas mínimas sin centralizar el proceso de toma de decisiones en materia de resolución. Asimismo, determinó una serie de competencias e instrumentos comunes de resolución a disposición de las ANC de cada Estado miembro, pero les dejaba un margen de discrecionalidad en la aplicación de los instrumentos y en los mecanismos nacionales de financiación de los procedimientos de resolución.

Para resolver estas carencias, el Reglamento establece un procedimiento uniforme para la resolución aplicable a los grupos de entidades de crédito (en adelante, las entidades) establecidas en los Estados miembros participantes del MUS⁴. Este procedimiento será aplicado de forma centralizada por la Junta Única de Resolución (en adelante, la Junta) junto con las ANR en el marco del MUR, y contará con el respaldo del Fondo.

1 El Reglamento (UE) 1093/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea), modifica la Decisión 716/2009/CE y deroga la Decisión 2009/78/CE de la Comisión. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2010», *Boletín Económico*, enero de 2011, Banco de España, pp. 171-174.

2 La Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo, por la que se establece un marco para la reestructuración y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, y por la que se modifican la Directiva 82/891/CEE del Consejo, y las directivas 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE y 2013/36/UE, y los reglamentos (UE) 1093/2010 y (UE) 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2014», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2014, Banco de España, pp. 155-159.

3 Las ANR serán designadas por cada Estado miembro y se encargan de aplicar los instrumentos de resolución y ejercer las correspondientes competencias. Podrán ser los BCN, los ministerios competentes u otras autoridades administrativas públicas a las que se hayan encomendado tales funciones. Excepcionalmente podrán ser las autoridades de supervisión, en cuyo caso los Estados miembros velarán para que exista una independencia operativa entre la función de resolución y las funciones de supervisión.

4 El MUS es un sistema europeo de supervisión financiera compuesto por el BCE y las ANC de los Estados miembros participantes. Conforme a lo establecido en el Reglamento (UE) 1024/2013, los Estados miembros participantes son los de la zona del euro y aquellos otros Estados miembros que hayan establecido una cooperación estrecha. Para ello, estos Estados deben comprometerse, entre otras obligaciones, a: 1) velar para que su ANC acate las orientaciones o solicitudes formuladas por el BCE; 2) proporcionar toda la información sobre las entidades de crédito establecidas en su territorio que el BCE pueda requerir para llevar a cabo una evaluación global de dichas entidades, y 3) adoptar cualquier medida que le solicite el BCE en relación con las entidades de crédito.

A continuación se comentan las novedades más relevantes.

LA JUNTA ÚNICA DE RESOLUCIÓN

La Junta será una agencia de la Unión con una estructura específica en consonancia con sus funciones. Tendrán condición de miembros permanentes, con derecho a voto, el presidente y otros cuatro directores, todos ellos a tiempo completo, que serán nombrados sobre la base de sus méritos, sus cualificaciones, su conocimiento de los asuntos bancarios y financieros y su experiencia en materia de supervisión y regulación financiera o de resolución bancaria. Además, formará parte de la Junta un miembro nombrado por cada uno de los Estados miembros participantes, en representación de sus ANR. La Comisión y el BCE designarán un representante cada uno con derecho a participar en las reuniones de las sesiones plenarias y ejecutivas como observador permanente, pero sin derecho de voto. El inicio de las actividades de la Junta tendrá lugar, a más tardar, el 1 de enero de 2015.

REPARTO DE FUNCIONES DENTRO DEL MUR

La Junta será responsable de la elaboración de los planes de resolución y de la adopción de todas las decisiones relacionadas con la resolución del siguiente conjunto de entidades: 1) las entidades o grupos de entidades que se consideren significativos⁵ o respecto de los cuales el BCE haya decidido ejercer por sí mismo directamente todos los poderes pertinentes; 2) otros grupos transfronterizos, y 3) aquellas otras entidades y grupos de entidades establecidos en los Estados miembros participantes en que estos hayan decidido que sea la Junta quien ejerza todos los poderes y competencias pertinentes que le confiere el Reglamento. También corresponde a la Junta, en exclusiva, el empleo de los recursos procedentes del Fondo de Resolución (FR).

Las ANR se encargan del seguimiento y de las fases preparatorias e incluso de la resolución del resto de las entidades. No obstante, la Junta emitirá guías de funcionamiento y puede recabar para sí el ejercicio de cualquier competencia.

PLANES DE RESOLUCIÓN

La Junta elaborará los planes de resolución tras consultar con el BCE o con las correspondientes ANC y ANR, incluida la autoridad de resolución dentro del grupo⁶. Para ello la Junta podrá exigir, previamente, a las ANR que preparen y le presenten proyectos de planes de resolución —individuales y de grupo— conforme a las directrices e instrucciones que previamente haya emitido la Junta a dichas autoridades. También podrá exigir a las entidades que la ayuden a elaborar y actualizar los planes. Bajo la supervisión de la Junta, las ANR serán las encargadas de ejecutar, en su caso, los esquemas de resolución para el conjunto de entidades.

Por su parte, sin perjuicio de las responsabilidades de la Junta por las funciones de orientación general que le confiere el Reglamento, las ANR elaborarán y adoptarán planes de resolución para el resto de las entidades y grupos (es decir, las entidades y grupos menos significativos).

Las entidades de carácter significativo sujetas a la supervisión directa del BCE o que constituyan una parte considerable del sistema financiero de un Estado miembro participante serán objeto de planes de resolución individuales.

⁵ Conforme señalaba el Reglamento (UE) 1024/2013, una entidad supervisada será clasificada como significativa atendiendo a cualquiera de los criterios siguientes: 1) el tamaño, es decir cuando el valor total de sus activos supere los 30.000 millones de euros o cuando la ratio de sus activos totales respecto del PIB del Estado miembro participante supere el 20 %, a menos que, en este último caso, el valor total de sus activos sea inferior a 5.000 millones de euros; 2) la importancia para la economía de la Unión Europea o de cualquier Estado miembro participante; 3) el carácter significativo de sus actividades transfronterizas; 4) la solicitud de asistencia financiera pública directa del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), o la recepción de dicha asistencia, y 5) el hecho de que se trate de una de las tres entidades de crédito más significativas de un Estado miembro participante.

⁶ La autoridad de resolución dentro del grupo es la autoridad de resolución en el Estado miembro participante en el que se encuentra la entidad o empresa matriz sujeta a supervisión en base consolidada al nivel más alto de consolidación dentro de los Estados miembros participantes.

La Junta, en cooperación con las ANR, evaluará la resolubilidad de cualquier entidad y grupo y, cuando sea necesario, podrá tomar medidas para abordar o eliminar los obstáculos a la resolución de cualquier entidad de un Estado miembro participante. La Junta informará oportunamente a la Autoridad Bancaria Europea (ABE) cuando considere que no puede llevarse a cabo la resolución de una entidad o de un grupo.

El plan de resolución deberá tener en cuenta los escenarios pertinentes, entre ellos, que la inviabilidad sea de carácter idiosincrático o que se produzca en un momento de inestabilidad financiera general o en el contexto de factores que afectan a todo el sistema. No presupondrá ayudas financieras públicas extraordinarias, aparte de la utilización del Fondo, ni tampoco ayudas en forma de provisión urgente de liquidez del BCN o atendiendo a criterios no convencionales en cuanto a garantías, vencimiento y tipos de interés.

Para cada entidad, el plan de resolución deberá incluir, entre otros aspectos: 1) una descripción de los procesos para determinar el valor y la posibilidad de venta de las funciones esenciales, de las ramas de actividad principales y de los activos de la entidad; 2) una descripción de las opciones para proteger los derechos de acceso a los sistemas de pago, compensación y otras infraestructuras, y una evaluación de la portabilidad de las posiciones de los clientes; 3) el requisito mínimo de fondos propios y de pasivos elegibles exigido y, en su caso, un calendario para alcanzarlo, y 4) una descripción de las operaciones y sistemas esenciales para mantener el funcionamiento continuado de los procesos operativos de la entidad.

Los planes de resolución de grupo incluirán, además, un plan para su resolución en su conjunto, bien a través de la resolución en el ámbito de la empresa matriz en la Unión Europea, bien mediante la segregación y resolución de las filiales.

PRINCIPIOS Y OBJETIVOS DE LA RESOLUCIÓN

La resolución de una entidad deberá ajustarse, entre otros, a los principios siguientes: 1) que los accionistas asuman las primeras pérdidas; 2) que los acreedores asuman pérdidas después de los accionistas, de acuerdo con el orden de prelación de los créditos, salvo que se disponga expresamente otra cosa; 3) que el órgano de dirección y la alta dirección sean sustituidos, salvo en aquellos casos en que se considere necesario su mantenimiento total o parcial, según las circunstancias, con vistas al logro de los objetivos de la resolución; 4) que los acreedores no sufran más pérdidas que las que habrían sufrido si la entidad hubiera sido liquidada con arreglo a los procedimientos de insolvencia ordinarios; 5) que los depósitos con cobertura estén totalmente protegidos, y 6) en el caso de grupos, que se minimice el impacto sobre otras entidades del grupo y sobre el grupo en su conjunto y se reduzcan, en la medida de lo posible, los efectos perjudiciales sobre la estabilidad financiera de la Unión Europea y de sus Estados miembros, en particular, de los países en los que opera el grupo.

Los objetivos de la resolución serán los siguientes: 1) garantizar la continuidad de las funciones esenciales; 2) evitar repercusiones negativas importantes sobre la estabilidad financiera, especialmente previniendo el contagio, incluidas las infraestructuras de mercado, y manteniendo la disciplina de mercado; 3) proteger los fondos públicos, minimizando la dependencia respecto de ayudas financieras públicas extraordinarias; 4) proteger a los depositantes cubiertos por la Directiva 2014/49/UE⁷ y a los inversores cubiertos por la Directiva 97/9/CE⁸; 5) proteger los fondos y los activos de los clientes, y 6) tratar de minimizar el coste de la resolución.

⁷ La Directiva 2014/49/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril, relativa a los sistemas de garantía de depósitos (refundición).

⁸ La Directiva 1997/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de marzo, relativa a los sistemas de indemnización de los inversores.

PROCEDIMIENTO
E INSTRUMENTOS
DE RESOLUCIÓN

El procedimiento de resolución se iniciará, por comunicación de la entidad o por iniciativa del supervisor o de la propia Junta, cuando se cumplan las siguientes condiciones: 1) que la entidad esté en graves dificultades o probablemente vaya a estarlo; 2) que no existan perspectivas razonables de que otras medidas alternativas del sector privado, incluidas las medidas de actuación temprana o la amortización o conversión de los instrumentos de capital puedan impedir su inviabilidad en un plazo de tiempo razonable, y 3) que la medida de resolución sea necesaria para el interés público.

Los instrumentos de resolución son los siguientes: 1) la venta del negocio o de grupos de activos y pasivos a un comprador que no sea una entidad puente; 2) la creación de una entidad puente a la que se transmitirán activos, derechos o pasivos de una o de varias entidades objeto de resolución; 3) la segregación de activos de una entidad objeto de resolución a una entidad de gestión de activos (comúnmente conocida como banco malo), y 4) la recapitalización interna, por parte de los accionistas y/o acreedores de la entidad, con el objetivo de restaurar su capital en graves dificultades y permitir que siga operando.

OBLIGACIÓN DE COOPERAR E
INTERCAMBIO DE INFORMACIÓN
EN EL SENO DEL MUR

La Junta, el Consejo, la Comisión, el BCE, las ANR y las ANC cooperarán estrechamente entre sí, en particular, en las distintas fases de la resolución, facilitándose mutuamente toda la información necesaria para el ejercicio de sus funciones y de las responsabilidades que les confiere el Reglamento.

La Junta procurará cooperar estrechamente con cualquier mecanismo de asistencia financiera pública, como la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF) y el MEDE, cuando los mecanismos en cuestión hayan concedido o probablemente vayan a conceder una asistencia financiera directa o indirecta a las entidades establecidas en un Estado miembro participante.

Cuando un grupo de entidades de un Estado miembro participante comprenda filiales o sucursales significativas situadas en Estados miembros no participantes, la Junta representará a las ANR de los Estados miembros participantes y comunicará todos los planes, decisiones o medidas de resolución que afecten al grupo, a las ANC y/o a las ANR del Estado miembro no participante, según corresponda.

Finalmente, se recoge el régimen sancionador para garantizar que se respeten las decisiones adoptadas en el marco del MUR. En este sentido, se faculta a la Junta para imponer multas o sanciones, que serán proporcionadas y disuasorias, en caso de que las entidades hayan cometido, intencionada o negligentemente, una de las infracciones enumeradas en el Reglamento, como no facilitar la información solicitada o no someterse a una investigación o a una inspección *in situ*. Los importes de las multas se asignarán al Fondo.

EL FONDO ÚNICO
DE RESOLUCIÓN

El Reglamento crea el Fondo como elemento esencial para el funcionamiento adecuado del MUR. La Junta será la propietaria del Fondo, que lo utilizará exclusivamente con el fin de garantizar la aplicación eficiente de los instrumentos de resolución. En ningún caso el presupuesto de la Unión Europea o los presupuestos nacionales serán responsables de gastos o pérdidas del Fondo.

El Fondo deberá ser financiado por las aportaciones de las entidades recaudadas a escala nacional y agruparse en el ámbito de la Unión Europea, de conformidad con un Acuerdo intergubernamental sobre la transferencia y progresiva mutualización de dichas aportaciones (en adelante, el Acuerdo). Por medio del Acuerdo, los Estados miembros participantes asumirán la obligación de transferir al Fondo las aportaciones recaudadas a escala nacional.

Hasta que el Fondo alcance el nivel fijado como objetivo, las aportaciones se asignarán a distintos compartimentos correspondientes a cada Estado miembro participante. Dichos compartimentos serán objeto de una fusión progresiva, de modo que dejen de existir al final del período transitorio. El Acuerdo establecerá las condiciones con arreglo a las cuales las partes transferirán al Fondo las aportaciones recaudadas a escala nacional y las condiciones para fusionar progresivamente los compartimentos nacionales. También determinará el modo en que la Junta podrá disponer de los compartimentos nacionales progresivamente fusionados.

En cuanto al nivel fijado como objetivo, los recursos disponibles del Fondo deberán alcanzar, como mínimo, un 1 % del importe de los depósitos con cobertura de las entidades establecidas en los Estados miembros participantes en el plazo de ocho años, contados a partir del 1 de enero de 2016. A principios de 2016, se transferirán al Fondo, como dotación inicial, los importes por cada uno de los sistemas nacionales de resolución durante 2015.

La Junta podrá prorrogar dicho período durante cuatro años más en el caso de que el Fondo haya tenido que emplear una cuantía superior al 0,5 % del importe total de los depósitos con cobertura y si se cumplen los criterios que establecerá, en su momento, la Comisión.

Una vez que se haya alcanzado por primera vez el nivel fijado como objetivo, si los recursos financieros disponibles se redujeran posteriormente a menos de dos tercios de dicho nivel, se establecerán nuevas aportaciones que permitan alcanzarlo en un plazo de seis años.

Aportaciones *ex ante*

La aportación de las entidades se recaudará, al menos, cada año. El cálculo de las aportaciones correspondientes a las distintas entidades se basará en: 1) una aportación a tanto alzado, a prorrata del importe de los pasivos de la entidad, con exclusión de sus fondos propios y depósitos con cobertura, y 2) ajustada en función del riesgo, teniendo en cuenta el principio de proporcionalidad, sin crear distorsiones entre estructuras del sector financiero de los Estados miembros.

Al establecer la relación entre la aportación a tanto alzado y la corrección por riesgo, se velará por una distribución equilibrada de las aportaciones entre distintos tipos de entidades. En todo caso, el importe agregado de las respectivas aportaciones de todas las entidades no excederá anualmente del 12,5 % del nivel fijado como objetivo (es decir, una octava parte de dicho nivel).

Aportaciones *ex post* extraordinarias

Cuando los recursos financieros disponibles no sean suficientes para cubrir las pérdidas, los costes u otros gastos ocasionados por la utilización del Fondo en medidas de resolución, se recaudarán aportaciones *ex post* extraordinarias de las entidades de los Estados miembros participantes, con el fin de cubrir las necesidades adicionales. Dichas aportaciones no superarán el triple del importe anual de las aportaciones *ex ante* y se calcularán y se asignarán entre las entidades de acuerdo con las normas establecidas para dichas aportaciones.

En caso de que los importes recaudados no estuvieran disponibles de forma inmediata o no cubrieran los gastos ocasionados por la utilización del Fondo en relación con medidas de resolución adoptadas, se faculta a la Junta para que pueda tomar empréstitos o recabar otras formas de apoyo de entidades financieras o de terceros que ofrezcan mejores condiciones financieras, a fin de optimizar el coste de la financiación y de preservar

su reputación. También podrá solicitar préstamos con cargo a mecanismos de financiación de la resolución de otros Estados.

Utilización del Fondo

Como se ha mencionado anteriormente, la Junta podrá utilizar el Fondo solo para la aplicación efectiva de los instrumentos de resolución cuyos fines, entre otros, podrán ser los siguientes: 1) garantizar los activos o los pasivos de la entidad objeto de resolución, de una entidad puente o de una estructura de gestión de activos; 2) realizar préstamos a la entidad objeto de resolución, a sus filiales, a una entidad puente o a una estructura de gestión de activos; 3) adquirir activos de la entidad objeto de resolución; 4) hacer aportaciones a una entidad puente y a una entidad de gestión de activos, y 5) hacer una aportación a la entidad objeto de resolución cuando se utilice el instrumento de recapitalización interna y se tome la decisión de excluir a determinados acreedores del ámbito de aplicación de la recapitalización interna.

En el caso de resoluciones de grupo que impliquen a entidades establecidas en Estados miembros no participantes, el Fondo contribuirá a la financiación de la resolución de grupo de conformidad con lo dispuesto en la Directiva 2014/59/UE. En este sentido, la ANR del grupo propondrá, si fuera necesario, un plan de financiación como parte del plan de resolución de grupo, en la que incluirá, entre otros aspectos: 1) una valoración de las entidades del grupo afectadas; 2) las pérdidas que ha de reconocer cada entidad del grupo afectada en el momento en que se aplique el instrumento de resolución, y 3) la base para calcular la cantidad con la que ha de contribuir cada mecanismo de financiación nacional.

Utilización de los sistemas de garantía de depósitos (SGD)

Los Estados miembros participantes velarán para que, cuando la Junta emprenda una medida de resolución, dicha medida garantice a los depositantes la continuidad del acceso a sus depósitos cubiertos.

Para ello, el SGD al que esté afiliada la entidad se hará responsable hasta un máximo de las cantidades especificadas en la Directiva 2014/59/UE, subrogándose, en su caso, en los derechos y obligaciones de los depositantes con depósitos con cobertura en el procedimiento de liquidación por un importe equivalente a su pago.

En el caso de que los depósitos de una entidad objeto de resolución se transmitan a otro ente, a través del instrumento de venta del negocio o de la constitución de una entidad puente, los depositantes no podrán reclamar crédito alguno ante el SGD por las partes no transmitidas de los depósitos que obren en la entidad objeto de resolución, siempre que el importe de los fondos transmitidos sea igual o superior al nivel de cobertura agregado previsto en la Directiva 2014/49/UE⁹.

La responsabilidad de un SGD no será superior a un importe equivalente al 50 % del nivel fijado como objetivo por los Estados miembros con arreglo al artículo 10, apartado 2, de la Directiva 2014/49/UE. Dicho nivel es equivalente al 0,8 % del importe de los depósitos con cobertura en cada Estado. En cualquier caso, la participación del SGD no será

⁹ Conforme a la Directiva 2014/49/UE, los Estados miembros garantizarán que el nivel de cobertura de los depósitos agregados de cada depositante por entidad sea de 100.000 euros. Además, los Estados miembros podrán garantizar que se incluyan determinados depósitos adicionales hasta ese nivel de cobertura. De igual modo, podrán garantizar por encima de ese nivel de cobertura, durante al menos tres meses y por un período no superior a doce meses, determinados depósitos, como son, por ejemplo, los procedentes de transacciones con bienes inmuebles de naturaleza residencial y carácter privado, o los que cumplan una función social establecida en la normativa nacional.

BCE: medidas temporales adicionales relativas a los bonos de titulización y a determinados créditos para ser activos admisibles en las operaciones de política monetaria

superior a las pérdidas en las que dicho sistema habría incurrido en caso de liquidación con arreglo al procedimiento de insolvencia ordinario.

Se ha publicado la *Orientación BCE/2014/31, de 9 de julio (DOUE del 13 de agosto)* (en adelante, la *Orientación*), sobre medidas temporales adicionales relativas a las operaciones de financiación del Eurosistema y a la admisibilidad de los activos de garantía, y por la que también se modifica la *Orientación BCE/2007/9*¹⁰.

La *Orientación* refunde en un solo texto la *Orientación BCE/2013/4*¹¹, junto con sus modificaciones posteriores relativas a medidas temporales de este tipo, y añade otras nuevas disposiciones. Al igual que en los casos anteriores, dichas medidas deberán aplicarse temporalmente hasta que el Consejo de Gobierno considere que ya no son necesarias para asegurar un mecanismo adecuado de transmisión de la política monetaria.

La novedad más relevante es la posibilidad de que los BCN puedan aceptar determinados valores representativos de deuda a corto plazo¹², emitidos por sociedades no financieras establecidas en la zona del euro que, aunque no se ajusten a los criterios de selección del Eurosistema para los activos negociables, cumplan determinados criterios y medidas de control de riesgos especificados por el Consejo de Gobierno, que, entre otros, son los siguientes: 1) no estar admitidos a negociación en un mercado regulado de acuerdo con los criterios del Eurosistema; 2) reunir los requisitos de elevada calidad crediticia establecidos por el BCN correspondiente, y 3) cumplir los criterios de selección del Eurosistema para activos negociables establecidos en el anejo I de la *Orientación BCE/2011/14*¹³.

Por otro lado, se reduce del 32 % al 22 % el recorte de valoración aplicable a los bonos de titulización emitidos antes del 20 de junio de 2012, cuyos activos subyacentes incluyan préstamos hipotecarios¹⁴, préstamos a pymes¹⁵ o ambos, exigiendo que cuenten con dos evaluaciones de, al menos, triple B.

Finalmente, la refundición recoge lo establecido en la *Decisión BCE/2013/6, de 20 de marzo*, en relación con la elegibilidad, hasta el 1 de marzo de 2015, de los bonos bancarios garantizados por Gobiernos cuando su emisor mantenga vínculos estrechos con el aportante de los valores. Asimismo, la refundición establece el marco regulador de la elegibilidad por parte de los distintos BCN de los bonos bancarios de uso propio garantizados por un Estado miembro sujeto a un programa de la Unión Europea/Fondo Monetario Internacional¹⁶ o por un Estado miembro cuya valoración crediticia no alcance el

¹⁰ La *Orientación BCE/2007/9, de 1 de agosto*, sobre las estadísticas monetarias y de instituciones y mercados financieros.

¹¹ La *Orientación BCE/2013/4, de 20 de marzo*, sobre medidas temporales adicionales relativas a las operaciones de financiación del Eurosistema y a la admisibilidad de los activos de garantía.

¹² Los valores representativos de deuda a corto plazo son instrumentos de deuda que tienen un vencimiento no superior a 365 días.

¹³ La *Orientación BCE/2011/14, de 20 de septiembre*, sobre los instrumentos y procedimientos de la política monetaria del Eurosistema.

¹⁴ En los préstamos hipotecarios, además de los préstamos para la adquisición de vivienda garantizados por una hipoteca, se incluyen también los que no tengan una hipoteca si la garantía debe abonarse inmediatamente en caso de incumplimiento. Dicha garantía puede prestarse mediante diferentes modalidades contractuales, incluidos los contratos de seguro, siempre que sean suscritos por entidades del sector público o entidades financieras sujetas a supervisión. La evaluación crediticia del garante, a efectos de dichas garantías, deberá equivaler a la categoría 3 de calidad crediticia en la escala de calificación armonizada del Eurosistema durante la vigencia de la transacción.

¹⁵ Las pymes son entidades que, independientemente de su forma legal, realizan una actividad económica cuyo volumen de negocios anual o, en su caso, del grupo consolidado es inferior a 50 millones de euros.

¹⁶ Actualmente están sujetos Grecia y Chipre.

requisito mínimo del Eurosistema para emisores y garantes de activos negociables, establecido en la Orientación BCE/2011/14.

La Orientación entró en vigor el 9 de julio y se aplica desde el pasado 20 de agosto.

BCE: operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico

Se ha publicado la *Decisión BCE/2014/34, de 29 de julio (DOUE del 29 de agosto)*, sobre las medidas relativas a las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (*targeted longer-term refinancing operations, TLTRO*), que entró en vigor el 29 de agosto, cuyos detalles fueron anunciados por el BCE mediante nota de prensa del pasado 3 de julio.

Las TLTRO son operaciones temporales de provisión de liquidez que se ejecutarán entre 2014 y 2016 mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo. El tipo de interés se fijará a lo largo del período de vigencia de cada operación al tipo aplicable a las operaciones principales de financiación (OPF) vigentes en el momento del anuncio de la subasta respecto a la TLTRO correspondiente más un diferencial fijo de 10 puntos básicos. Las TLTRO vivas vencerán el 26 de septiembre de 2018.

El Eurosistema prevé llevar cabo ocho TLTRO con periodicidad trimestral: dos en 2014 (el 18 de septiembre¹⁷ y el 11 de diciembre); cuatro en 2015 (marzo, junio, septiembre y diciembre) y dos en 2016 (marzo y junio). Mediante la realización de las TLTRO, se pretende mejorar el crédito bancario al sector privado no financiero, es decir, hogares y sociedades no financieras, en los Estados miembros del Eurosistema.

Los participantes son las entidades de contrapartida facultadas para participar en las operaciones de mercado abierto de la política monetaria, de conformidad con la Orientación BCE/2011/14. La participación podrá ser a título individual o como grupo, en cuyo caso estará sujeta a las siguientes restricciones: 1) ninguna entidad será miembro de más de un grupo TLTRO; 2) la entidad que participe en las TLTRO como grupo no podrá participar a título individual; 3) la entidad designada como entidad principal será el único miembro del grupo TLTRO que puede participar en los procedimientos de subasta de las TLTRO, y 4) la composición de un grupo TLTRO y la entidad principal se mantendrán inalterados durante las ocho TLTRO.

Los participantes en las TLTRO a título individual o como entidad principal de un grupo tendrán asignado un límite máximo de préstamo, que se calculará basándose en los datos de los saldos vivos de préstamos admisibles¹⁸ y de la financiación neta admisible¹⁹ al sector privado no financiero (sociedades no financieras y hogares).

En las dos TLTRO que se realicen en septiembre y diciembre de 2014 tendrán derecho a una asignación inicial acumulada, que será equivalente al 7 % del importe total de sus préstamos admisibles vivos a 30 de abril de 2014. La asignación inicial que no se utilice en las dos primeras TLTRO no estará disponible en las siguientes.

Con independencia de que hayan participado en las TLTRO realizadas en 2014, los participantes podrán obtener préstamos por importes adicionales mediante las TLTRO que se

¹⁷ En la subasta de 18 de septiembre se adjudicaron 82,6 mm de euros a un tipo fijo del 0,15 % (0,05 % que es el tipo de las OPF más 10 puntos básicos).

¹⁸ Los préstamos admisibles son los concedidos a sociedades no financieras y hogares (incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares) residentes en Estados miembros cuya moneda es el euro, a excepción de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda.

¹⁹ La financiación neta admisible es la financiación bruta en forma de préstamos admisibles, deduciendo los reembolsos de saldos vivos de préstamos admisibles durante un período específico.

realizarán entre marzo de 2015 y junio de 2016. El importe adicional que podrá tomarse en préstamo está limitado al triple de la diferencia entre la financiación neta admisible²⁰ desde el 30 de abril de 2014 y el valor de referencia en la fecha en que se solicite dicho importe, calculado del siguiente modo:

- Para las entidades que presenten una financiación neta admisible positiva, en el período de doce meses hasta el 30 de abril de 2014, el valor de referencia será siempre cero.
- Para las entidades que presenten una financiación neta admisible negativa en el período de doce meses hasta el 30 de abril de 2014, se utilizarán diferentes valores de referencia. Estos valores se fijarán de la manera siguiente: la financiación neta media mensual de cada entidad durante el período de doce meses hasta el 30 de abril de 2014 se extrapola para el período de doce meses hasta el 30 de abril de 2015. Para el año que transcurre entre el 30 de abril de 2015 y el 30 de abril de 2016, la financiación neta mensual de referencia se ha fijado en cero.

Transcurridos 24 meses después de cada TLTRO, los participantes tendrán la opción de reducir o de reembolsar las TLTRO con anterioridad a su vencimiento en las fechas fijadas por el Eurosistema. Para ello bastará con notificar al BCN correspondiente, con una semana de antelación, que pretende hacer un pago mediante el procedimiento de reembolso anticipado.

De igual manera, se regula el reembolso anticipado obligatorio que deberá realizarse en septiembre de 2016 para las entidades que tomen prestados fondos en las TLTRO y no logren alcanzar su valor de referencia a 30 de abril de 2016.

Por otro lado, los participantes están sujetos a obligaciones específicas de presentación de información al BCN correspondiente, detalladas en el anejo II de la Decisión. Los datos proporcionados se utilizarán para: 1) determinar los importes iniciales y adicionales de los préstamos; 2) calcular el valor de referencia aplicable; 3) calcular los reembolsos anticipados, y 4) controlar el impacto de las TLTRO. También se prevé que los BCN puedan intercambiar esta información en el Eurosistema para la correcta aplicación del marco de las TLTRO, así como para el análisis de su eficiencia. Finalmente, se establecen ciertas medidas en caso de incumplimiento de las obligaciones de información, sin perjuicio de cualquier sanción que pueda imponerse a los participantes infractores, de acuerdo con la reglamentación de la Unión Europea al respecto.

BCE: operaciones de financiación y activos de garantía en las operaciones de política monetaria

Se ha publicado la *Decisión BCE/2014/38, de 1 de septiembre (DOUE del 20 de septiembre)*, por la que se modifica la Decisión BCE/2013/35, de 26 de septiembre, sobre medidas adicionales relativas a las operaciones de financiación del Eurosistema y a la admisibilidad de los activos de garantía (en adelante, la Decisión), que entró en vigor el 19 de septiembre.

La Decisión BCE/2013/35 reforzó, para los emisores privados, los criterios de admisibilidad de los activos de garantía aportados en las operaciones de crédito del Eurosistema y

²⁰ La financiación neta admisible es la diferencia entre la financiación bruta de préstamos admisibles y los reembolsos de saldos vivos de préstamos admisibles.

sus correspondientes recortes de valoración. Así, para determinar el cumplimiento del umbral de calidad crediticia aplicable a los activos negociables, prevalecía la evaluación realizada por una institución externa de evaluación del crédito (ECAI) sobre la emisión, respecto a la calificación formulada sobre el emisor o sobre el avalista. Ahora, la Decisión precisa que este criterio no se aplicará a los emisores públicos (administraciones centrales, regionales o locales, agencias y organismos supranacionales), respecto de los cuales la medida de solvencia considerada más adecuada es la calificación del emisor y no la de la emisión. De este modo, para los activos negociables emitidos por administraciones centrales, regionales o locales, agencias y organismos supranacionales, se aplicarán las normas siguientes:

- 1) El Eurosistema solo tendrá en cuenta las calificaciones de las ECAI sobre el emisor o el garante.
- 2) Al menos una evaluación de la calidad crediticia por ECAI deberá cumplir el umbral de calidad crediticia aplicable del Eurosistema.
- 3) Si se dispone de varias calificaciones por ECAI del emisor o del garante, se aplicará la regla de la mejor calificación disponible de entre todas las calificaciones por ECAI del emisor o del garante.
- 4) Los bonos garantizados emitidos por agencias y organismos supranacionales se evaluarán conforme a las normas aplicables al resto de los activos negociables distintos de los bonos de titulización de activos²¹.

BCE: desarrollo de la normativa relativa al MUS

Se han publicado varias disposiciones del BCE que desarrollan determinados aspectos de la normativa del MUS, recogida en el Reglamento (UE) 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre ²², y en el Reglamento (UE) 468/2014 del BCE²³, de 16 de abril (conocido como Reglamento Marco del MUS). Son las siguientes.

COOPERACIÓN CON LOS ESTADOS MIEMBROS NO PERTENECIENTES A LA ZONA DEL EURO

La *Decisión BCE/2014/5, de 31 de enero (DOUE del 5 de julio)*, desarrolla el artículo 7 del Reglamento (UE) 1024/2013, que hace referencia a la cooperación estrecha de los Estados miembros no pertenecientes a la zona del euro con las ANC²⁴. En concreto, detalla los

21 Para el resto de los activos negociables, distintos de los bonos de titulización, el Eurosistema dará preferencia a las calificaciones de emisión realizadas por una ECAI, por encima de las calificaciones de emisor o garante. Sin perjuicio de la aplicación de este orden de prelación, al menos, una evaluación de la calidad crediticia por una ECAI deberá cumplir el umbral de calidad crediticia aplicable del Eurosistema. Para los bonos de titulización, el umbral de calidad crediticia aplicable corresponderá a la categoría 2 de calidad crediticia en la escala de calificación armonizada del Eurosistema («A»). Además, al menos dos evaluaciones de la calidad crediticia por una ECAI deberán cumplir el umbral de calidad crediticia aplicable del Eurosistema.

22 El Reglamento (UE) 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre, encomienda al BCE tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2013», *Boletín Económico*, enero de 2014, Banco de España, pp. 147-153.

23 El Reglamento (UE) 468/2014 (BCE/2014/17), de 16 de abril, establece el marco de cooperación en el MUS entre el BCE y las ANC. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2014», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2014, Banco de España, pp. 138-144.

24 Conforme al citado artículo, la cooperación estrecha entre el BCE y la ANC de un Estado miembro no perteneciente a la zona del euro se establecerá mediante una decisión adoptada por el BCE, cuando se cumplan las condiciones siguientes: 1) que el Estado miembro notifique su deseo de establecer una cooperación estrecha con el BCE en relación con el ejercicio de las funciones atribuidas por el Reglamento (UE) 1024/2013 con fines de supervisión prudencial; 2) que en la notificación se comprometa a velar para que su ANC o su autoridad nacional designada (AND) acate todas las orientaciones o solicitudes formuladas por el BCE, y a proporcionar toda la información sobre las entidades de crédito establecidas en su territorio que el BCE pueda requerir para llevar a cabo una evaluación global de dichas entidades, y 3) que haya adoptado la legislación nacional pertinente que garantice que su ANC está obligada a adoptar, en relación con las entidades de crédito, cualquier medida que le solicite el BCE.

siguientes procedimientos: 1) la solicitud de cooperación, en la que la ANC cumplimentará el modelo que figura en el anejo I; 2) la evaluación de dichas solicitudes, en la que el BCE podrá demandar toda la información complementaria que considere apropiada, inclusive información relativa a la evaluación del carácter significativo o no de las entidades de crédito y a la ejecución de la evaluación global, y 3) la decisión del BCE en el caso de que establezca una cooperación estrecha con el Estado miembro solicitante.

Por otro lado, se especifican los procesos relativos a la posible suspensión o cese de dicha cooperación cuando se produzcan los supuestos previstos en el Reglamento (UE) 1024/2013²⁵. No obstante, las decisiones adoptadas por el BCE, que afecten a las entidades supervisadas del Estado miembro que estén en ese momento en vigor, mantendrán su vigencia pese a la suspensión o cese de la cooperación estrecha.

La Decisión entró en vigor el pasado 17 de febrero.

PRESENTACIÓN AL BCE
DE LOS DATOS DE SUPERVISIÓN
TRANSMITIDOS POR LAS
ENTIDADES SUPERVISADAS
A LAS ANC

La *Decisión BCE/2014/29, de 2 de julio (DOUE del 19 de julio)*, establece los procedimientos relativos a la presentación de las ANC al BCE de los datos transmitidos por sus entidades supervisadas²⁶.

En concreto, se especifican los formatos, la periodicidad y el calendario de la presentación de información, así como los detalles acerca de las comprobaciones de calidad de los datos que han de efectuar las ANC antes de presentar la información al BCE.

La Decisión entró en vigor el 19 de julio de 2014.

NOMBRAMIENTO
DE REPRESENTANTES
DEL BCE EN EL CONSEJO
DE SUPERVISIÓN

La *Decisión BCE/2014/4, de 6 de febrero (DOUE del 3 de julio)*, complementa al Reglamento (UE) 1024/2013 en relación con el procedimiento de nombramiento de los cuatro representantes del BCE en el Consejo de Supervisión, así como en las condiciones aplicables a las personas nombradas para esos puestos y el procedimiento para su destitución.

En concreto, serán nombrados de entre personas de reconocido prestigio y experiencia en asuntos bancarios y financieros. Su mandato durará cinco años y no será renovable. En el primer nombramiento, y como excepción a esta norma, el mandato de los primeros cuatro representantes del BCE durará entre tres y cinco años.

No desempeñarán ninguna otra ocupación, retribuida o no, salvo que el Consejo de Gobierno lo autorice. Tampoco se les podrá autorizar para llevar a cabo actividades que puedan originar un conflicto de intereses con sus puestos de miembros del Consejo de Supervisión. En particular, no ejercerán función alguna para una ANC.

²⁵ La cooperación estrecha quedará suspendida o cesará, entre otros, en los siguientes casos: 1) cuando a juicio del BCE el Estado miembro deje de cumplir sus funciones y compromisos, y 2) cuando el Estado miembro notifique al BCE su desacuerdo motivado respecto a un proyecto de decisión del Consejo de Supervisión, y que, por tanto, no se considere vinculado a él, en cuyo caso, el BCE o el propio Estado miembro decidirán si poner fin a dicha cooperación.

²⁶ El Reglamento de Ejecución (UE) 680/2014 de la Comisión, de 16 de abril de 2014, estableció un conjunto de normas técnicas en relación con la comunicación de información con fines de supervisión por parte de las entidades, conforme a las directrices establecidas en el Reglamento (UE) 1024/2013 y en el Reglamento Marco del MUS. Así, tanto el BCE como las ANC están sujetos a la obligación de intercambiar información. Sin perjuicio de la competencia del BCE para recibir directamente la información comunicada por las entidades de crédito o para tener acceso directo y continuo a ella, las ANC deben facilitar al BCE toda la información necesaria para que pueda ejercer las funciones que le atribuye el Reglamento del MUS.

Si un representante del BCE en el Consejo de Supervisión deja de cumplir las condiciones necesarias para el ejercicio de sus funciones o ha cometido una falta grave, el Consejo de Gobierno podrá, a instancia del Comité Ejecutivo y tras haber oído al representante, proceder a su destitución.

La Decisión entró en vigor el 6 de febrero de 2014.

BCE: vigilancia de los sistemas de pago de importancia sistémica

Se han publicado el *Reglamento (UE) 795/2014 (BCE/2014/28), del 3 de julio (DOUE del 23)*, sobre los requisitos de vigilancia de los sistemas de pago²⁷ de importancia sistémica (SIPS)²⁸, que entró en vigor el 12 de agosto (en adelante, el Reglamento), y la *Decisión BCE/2014/35, de 13 de agosto (DOUE del 20)*, acerca de la identificación de TARGET2 como sistema de pago de importancia sistémica, de conformidad con el Reglamento (UE) 795/2014, que entró en vigor el 20 de agosto.

Un sistema de pago se identificará como SIPS si cumple los requisitos para ser reconocido como sistema en virtud de la Directiva 98/26/CE por un Estado miembro cuya moneda es el euro o si su operador está establecido en la zona del euro, y se cumplen, al menos, dos de los siguientes criterios durante un año natural: 1) que el importe medio total diario de los pagos denominados en euros procesados supere los 10.000 millones de euros; 2) que su cuota de mercado sea, como mínimo, el 15 % del volumen total de pagos denominados en euros o el 5 % del volumen total de pagos transfronterizos denominados en euros o el 75 % del volumen total de pagos denominados en euros en un Estado miembro cuya moneda es el euro; 3) que su actividad transfronteriza (derivada de participantes establecidos en un país distinto al del operador del SIPS o de enlaces transfronterizos con otros sistemas de pago) se extienda a cinco países o más, y genere un mínimo del 33 % del volumen total de los pagos denominados en euros procesados por ese SIPS, y 4) que sea utilizado para la liquidación de otras infraestructuras del mercado financiero.

El Reglamento utiliza como base los principios CPSS-IOSCO²⁹, de modo que los SIPS deberán estar sujetos a una vigilancia eficaz, debido a su potencial para desencadenar riesgos sistémicos si no están suficientemente protegidos frente a los riesgos a los que están expuestos. Además, las autoridades competentes deberán contar con facultades y recursos suficientes para cumplir sus respectivas funciones, incluida la adopción de medidas correctoras. Su ámbito de aplicación son tanto los SIPS gestionados por el Eurosistema³⁰ como los gestionados por operadores privados. Los primeros quedarán exentos de determinados requisitos específicos sobre gobierno, planes de liquidación, recursos propios y activos líquidos, garantías y riesgos de inversión, que contemplen las mismas áreas que los correspondientes requisitos adoptados formalmente por el Consejo de Gobierno.

La mayor parte del articulado del Reglamento está orientado a regular, fundamentalmente, las funciones del operador del SIPS (en adelante, el operador), que es la entidad jurídicamente

27 Un sistema de pago es un acuerdo formal entre tres o más participantes, sin tener en cuenta los posibles bancos de liquidación, contrapartidas centrales, cámaras de compensación o participantes indirectos, con normas comunes y disposiciones normalizadas para la ejecución de órdenes de transferencia entre los participantes.

28 El riesgo sistémico es el riesgo de que el incumplimiento por un participante o por el operador de sus respectivas obligaciones en el SIPS provoque que los otros participantes o el operador tampoco puedan cumplir sus obligaciones a su vencimiento, con un posible efecto de contagio que ponga en peligro la estabilidad o la confianza en el sistema financiero.

29 En enero de 2001, el Eurosistema aprobó los Principios Básicos para los Sistemas de Pago Sistémicamente Importantes desarrollados por el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS) del Banco de Pagos Internacionales como requisitos mínimos para los SIPS. En abril de 2012, estos principios fueron sustituidos por los principios del Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) (en adelante, «los principios CPSS-IOSCO») que armonizan y refuerzan las normas internacionales de vigilancia existentes para los SIPS.

30 Un SIPS del Eurosistema es un SIPS cuyo propietario y operador sea un BCN del Eurosistema.

responsable de su gestión. Sus funciones son, entre otras, las siguientes: 1) establecer las normas y procedimientos del SIPS y tomar las medidas oportunas para garantizar que sean aplicables en todos los ordenamientos jurídicos pertinentes; 2) indicar al BCN del Eurosistema con responsabilidad de su vigilancia (en adelante, la autoridad competente), a los participantes³¹ y, en su caso, a los clientes de los participantes, de modo claro y comprensible, cuál es la legislación, normas, procedimientos y contratos aplicables para el funcionamiento del SIPS, y 3) valorar si la legislación aplicable en todos los ordenamientos jurídicos pertinentes proporciona un alto grado de seguridad jurídica y cubre todos los aspectos sustanciales de las actividades del SIPS.

Los aspectos más relevantes del operador son los siguientes.

GOBIERNO DEL OPERADOR

El operador contará con un mecanismo de gobierno integrado por el Consejo y los directivos, que se dará a conocer a la autoridad competente, a los propietarios y a los participantes. Las funciones del Consejo son, entre otras, las siguientes: 1) establecer objetivos estratégicos claros para el SIPS, así como procedimientos documentados para su funcionamiento, como por ejemplo, aquellos orientados a identificar, afrontar y gestionar los conflictos de interés de sus miembros; 2) garantizar la selección, control y, cuando proceda, destitución eficaz de los miembros de los órganos rectores, con la excepción de los SIPS del Eurosistema, y 3) establecer políticas de retribución adecuadas, basadas en los logros a largo plazo.

Además, el Consejo creará y supervisará un sistema de gestión de riesgos documentado, que incluirá la política de tolerancia al riesgo del operador; asignará responsabilidades y mecanismos de rendición de cuentas para las decisiones sobre riesgo; tratará el proceso de toma de decisiones en situaciones de crisis y emergencia, e incluirá funciones de control interno.

A excepción de los SIPS del Eurosistema, los miembros del Consejo deberán contar con una combinación adecuada de habilidades técnicas, conocimiento y experiencia tanto del SIPS como de los mercados financieros en general, que les permita llevar a cabo sus respectivas funciones y responsabilidades.

SISTEMA DE GESTIÓN INTEGRAL DE RIESGOS

El operador deberá constituir y mantener un sistema sólido de gestión de riesgos que permita identificar, medir, controlar y gestionar, de forma integral, los diversos riesgos que surjan, en particular, el riesgo jurídico³², de crédito³³, de liquidez³⁴, operativo³⁵, de custodia³⁶, de inversión³⁷, de mercado³⁸, y el riesgo empresarial general³⁹.

31 Un participante es una entidad que ha sido identificada o reconocida por un sistema de pagos y está autorizada, directa o indirectamente, a enviar órdenes de transferencia a ese sistema y a recibirlas, como las entidades de crédito.

32 El riesgo jurídico es el riesgo derivado de la aplicación de leyes y reglamentos, que en ocasiones es perjudicial para el SIPS.

33 El riesgo de crédito es el riesgo de que una contraparte, ya sea un participante u otra entidad, sea incapaz de cumplir plenamente sus obligaciones financieras a su vencimiento o en otro momento futuro.

34 El riesgo de liquidez es el riesgo de que una contraparte, ya sea un participante u otra entidad, carezca de fondos suficientes para cumplir sus obligaciones financieras a su vencimiento, aunque tenga fondos suficientes para hacerlo en el futuro.

35 El riesgo operativo es el riesgo de que deficiencias en los sistemas de información, en los procesos internos, errores humanos, fallos de gestión o perturbaciones provocadas por acontecimientos externos o servicios subcontratados conduzcan a la reducción, deterioro o interrupción de los servicios prestados por un SIPS.

36 El riesgo de custodia es el riesgo de incurrir en una pérdida sobre los activos mantenidos en custodia, en caso de insolvencia, negligencia, fraude, administración deficiente o mantenimiento inadecuado de registros por parte del custodio.

37 El riesgo de inversión es el riesgo de pérdidas a que se enfrentan el operador o el participante de un SIPS cuando el operador invierte sus recursos propios o los de sus participantes, como por ejemplo las garantías.

38 El riesgo de mercado es el riesgo de sufrir pérdidas, tanto en las posiciones en balance como fuera de balance, que se derive de las fluctuaciones de los precios del mercado.

39 El riesgo empresarial general es el posible deterioro de la situación financiera del SIPS como operador económico a consecuencia de la disminución de sus ingresos o del aumento de gastos, de modo que los gastos superen a los ingresos y se produzcan pérdidas que deben adeudarse contra el capital.

Asimismo, revisará, al menos, una vez al año tanto el sistema de gestión de riesgos como los riesgos sustanciales a los que el SIPS pueda verse expuesto derivados de otras entidades. Además, proporcionará incentivos a los participantes y, cuando proceda, a sus clientes, para que gestionen y limiten los riesgos que puedan suponer para el SIPS. En lo que concierne a los participantes, dichos incentivos incluirán un régimen de sanciones financieras eficaz, proporcionado y disuasorio o acuerdos para el reparto de pérdidas, o ambos.

Respecto a los activos de garantía, el operador solo aceptará como garantía el efectivo y los activos con bajo riesgo de crédito, de liquidez y de mercado. Aplicará políticas y procedimientos para controlar la calidad crediticia, la liquidez en el mercado y la volatilidad del precio de todos los activos que acepte como garantía. En cuanto a la liquidación de las operaciones, el operador establecerá normas y procedimientos para permitir que las liquidaciones adquieran firmeza como muy tarde al final del día de la fecha de liquidación prevista. Asimismo, establecerá normas y procedimientos claros que permitan al SIPS llevar a cabo liquidaciones de obligaciones de pago en el mismo día y, cuando proceda, liquidaciones intradía o a varios días, tras el incumplimiento de uno o varios de sus participantes.

Por otro lado, fijará y hará públicos unos criterios de acceso y participación en los servicios del SIPS no discriminatorios, para los participantes directos y, en su caso, los indirectos y para otras infraestructuras del mercado financiero. Los criterios de acceso y participación serán ajustados y proporcionales a los riesgos específicos del SIPS.

En lo que se refiere a la divulgación de información, el operador proporcionará toda la documentación que resulte necesaria y adecuada para facilitar a los participantes el conocimiento de las normas y procedimientos del SIPS, de modo que los participantes puedan valorar los riesgos en los que incurrirían en caso de participar en el SIPS.

Por otro lado, se recogen las medidas correctoras y el régimen sancionador aplicable al operador. En este sentido, la autoridad competente podrá imponer medidas correctoras con efecto inmediato cuando identifique, mediante un dictamen motivado, un incumplimiento de este Reglamento. Llegado el caso, la autoridad competente informará inmediatamente al BCE de cualquier medida correctora que imponga. Por su parte, el BCE podrá imponer sanciones al operador, de conformidad con el Reglamento (CE) 2532/1998 y con el Reglamento (CE) 2157/1999 del BCE, de 23 de septiembre, sobre las competencias del BCE para imponer sanciones.

Por último, en relación con TARGET2, cabe reseñar que la Decisión BCE/2014/35 lo considera como un SIPS, ya que reúne los requisitos antes reseñados, siendo el BCE la autoridad competente para su vigilancia⁴⁰.

BCE: obligaciones de información estadística de las instituciones financieras monetarias

Se ha publicado el *Reglamento (UE) 756/2014 (BCE/2014/30), de 8 de julio (DOUE del 12)* (en adelante, el Reglamento), por el que se modifica el Reglamento (UE) 1072/2013 (BCE/2013/34) sobre las estadísticas de los tipos de interés que aplican las instituciones financieras monetarias, para adaptarlo a la Orientación BCE/2014/15 de 4 de abril, sobre estadísticas monetarias y financieras.

⁴⁰ En concreto, conforme a los datos públicos correspondientes al año natural de 2012, combinados con las respuestas a las encuestas del BCE, cumple todos los requisitos establecidos en el Reglamento (UE) 795/2014. Entre ellos, se reconoce como sistema en virtud de la Directiva 98/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo; su importe medio total diario de pagos denominados en euros supera los 10.000 millones euros, su actividad transfronteriza (es decir, que tenga participantes establecidos en un país distinto al del operador del SIPS, o enlaces transfronterizos con otros sistemas de pago) se extiende a más de cinco países, genera un mínimo del 33 % del volumen total de los pagos denominados en euros y es utilizado para la liquidación de otras infraestructuras del mercado financiero.

El Reglamento establece el registro apropiado de las renegociaciones de préstamos⁴¹ que tengan lugar en el período de referencia en el que estos se hayan concedido, así como una información exacta del volumen de operaciones nuevas de préstamos renegociados, en el caso de los préstamos de los que aún no se haya dispuesto íntegramente.

El Reglamento entró en vigor el 1 de agosto.

TARGET2: actualización de la normativa

Se ha publicado la *Resolución de 15 de julio de 2014, de la Comisión Ejecutiva del Banco de España* (BOE del 19), de modificación de la de 20 de julio de 2007, por la que se aprueban las cláusulas generales relativas a las condiciones uniformes de participación en TARGET2-Banco de España, con el fin de adaptarla a la Orientación BCE/2014/25⁴².

Se introduce en el clausulado el concepto de facilidad de depósito, que es la facilidad permanente del Eurosistema que las entidades de contrapartida pueden utilizar para realizar depósitos a un día en un BCN, al tipo de interés especificado previamente.

En relación con las cuentas del módulo de pagos y sus subcuentas⁴³, conforme a la Orientación BCE/2014/25, serán remuneradas al 0 % o al tipo de la facilidad de depósito en el caso de que sea inferior, salvo que se utilicen para mantener reservas mínimas, en cuyo caso, el cálculo y pago de la remuneración de las tenencias de reservas mínimas se registrará por el Reglamento (CE) 2531/1998 del Consejo, de 23 de noviembre, relativo a la aplicación de las reservas mínimas por el BCE, y por el Reglamento (CE) 1745/2003 del BCE, de 12 de septiembre, relativo a la aplicación de las reservas mínimas (BCE/2003/9).

La Resolución entró en vigor el 19 de julio.

Modificación del Reglamento Interno del Banco de España

Se ha publicado la *Resolución de 27 de junio de 2014* (BOE del 2 julio), del Consejo de Gobierno del Banco de España, por la que se aprueba la modificación del Reglamento Interno del Banco de España, de 28 de marzo de 2000.

En concreto, se amplían las limitaciones de los directores generales para el ejercicio de actividades privadas con posterioridad a su cese, para alinearlas con las establecidas en la normativa general del sector público establecida en la Ley 5/2006, de 10 de abril, de regulación de los conflictos de intereses de los miembros del Gobierno y de los altos cargos de la Administración General del Estado.

Por último, y a efectos organizativos internos, se incluye al secretario general como primer sustituto del subgobernador en los casos de vacante, ausencia o enfermedad, seguido del director general de mayor antigüedad en la categoría, o del de mayor edad. Todo ello, salvo designación expresa del gobernador en otro sentido.

La Resolución entró en vigor el 3 de julio.

41 La renegociación se refiere a las nuevas operaciones de préstamos distintos de saldos de tarjetas de crédito y préstamos renovables y descubiertos, que ya figuren en el balance del agente informador al final del mes anterior al mes de referencia.

42 La Orientación BCE/2014/25, de 5 de junio, que modifica a la Orientación BCE/2012/27, de 5 de diciembre, sobre el TARGET2.

43 El Banco de España tiene abierta y gestiona, al menos, una cuenta del módulo de pagos para cada participante. Asimismo, a petición de un participante que actúe como entidad liquidadora, el Banco de España abrirá una o más subcuentas en TARGET2-Banco de España que se utilizarán para liquidar órdenes de pago en el módulo de pagos, de acuerdo con las normas que se establezcan al efecto.

Sociedades y servicios de tasación homologados

Se ha publicado la CBE 3/2014, de 30 de julio (BOE del 31 de julio y corrección de errores en el BOE de 12 de septiembre), a las entidades de crédito y sociedades y servicios de tasación homologados, por la que se establecen medidas para fomentar la independencia de la actividad de tasación mediante la modificación de las circulares 7/2010⁴⁴, 3/1998⁴⁵ y 4/2004⁴⁶, y se ejercitan opciones regulatorias en relación con la deducción de activos intangibles mediante la modificación de la CBE 2/2014⁴⁷.

La Circular entró en vigor el 31 de julio, salvo las modificaciones que introduce en la CBE 7/2010, cuya entrada en vigor se producirá a los tres meses siguientes.

A continuación se comentan las novedades más relevantes.

SOCIEDADES Y SERVICIOS DE TASACIÓN

Se desarrollan las medidas para asegurar la independencia profesional de las sociedades de tasación, introducidas por la Ley 41/2007, de 7 de diciembre⁴⁸, en la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario, y posteriormente por la Ley 1/2013, de 14 de mayo⁴⁹, para, entre otros propósitos, prohibir el mantenimiento por parte de las entidades de crédito de participaciones significativas en sociedades de tasación y hacer más estrictos los requerimientos de los aludidos mecanismos favorecedores de la independencia de estas.

Así, se modifica la CBE 7/2010, de 30 de noviembre, para regular el contenido mínimo del reglamento interno de conducta que deben adoptar tanto las sociedades de tasación como los servicios de tasación, que, entre otros aspectos, incluye las incompatibilidades de sus directivos y órganos de administración, así como las medidas adoptadas al respecto, como por ejemplo: 1) evitar mantener relaciones profesionales o laborales con personas físicas o jurídicas relacionadas con la actividad crediticia o de promoción de inmuebles; 2) mantener separado el servicio de tasación de los servicios comerciales y operativos de la organización, de modo que se preserve su autonomía y se eviten conflictos de interés, y 3) evitar el trato directo de la sociedad de tasación y de sus profesionales tasadores con aquellos empleados o directivos de las sociedades de los grupos económico o de influencia que presten sus servicios para las unidades que, sin competencias específicas en el análisis o en la gestión de riesgos, estén relacionadas con la concesión o comercialización de los préstamos o créditos hipotecarios.

Entre otros contenidos del reglamento interno, cabe destacar: 1) los criterios y las políticas establecidos para evitar que las remuneraciones de los directivos y de los administradores

44 La CBE 7/2010, de 30 de noviembre, del Banco de España, a las entidades de crédito, sobre desarrollo de determinados aspectos del mercado hipotecario. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2010», *Boletín Económico*, enero de 2011, Banco de España, pp. 161-162.

45 La CBE 3/1998, de 27 de enero, del Banco de España, a las sociedades y servicios de tasación homologados, sobre el información a rendir al Banco de España.

46 La CBE 4/2004, de 22 de diciembre, del Banco de España, a las entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2004», *Boletín Económico*, enero de 2005, Banco de España, pp. 109-114.

47 La CBE 2/2014, de 31 de enero, del Banco de España, a las entidades de crédito, sobre el ejercicio de diversas opciones regulatorias contenidas en el Reglamento (UE) 575/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) 648/2012. Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2014», *Boletín Económico*, abril de 2014, Banco de España, pp. 141-146.

48 La Ley 41/2007, de 7 de diciembre, por la que se modifica la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario y otras normas del sistema hipotecario y financiero, de regulación de las hipotecas inversas y el seguro de dependencia y por la que se establece determinada norma tributaria. Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2007», *Boletín Económico*, enero de 2008, Banco de España, pp. 133-139.

49 La Ley 1/2013, de 14 de mayo, de medidas para reforzar la protección a los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2013», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2013, Banco de España, pp. 204-210.

de las sociedades de tasación se vinculen significativamente con los resultados de su grupo de influencia o de aquellas sociedades de su grupo económico a las que presten servicios, o que las remuneraciones de los miembros y responsables de los servicios de tasación guarden relación significativa con el crédito hipotecario concedido por la entidad o por su grupo económico y, en general, con el total del negocio captado; 2) los procedimientos para impedir la transmisión de cualquier tipo de opiniones previas sobre el valor de tasación que pudieran posibilitar el arbitraje en la selección de los servicios o sociedades de tasación; 3) las estipulaciones establecidas para impedir que los accionistas de las sociedades de tasación que posean intereses específicos en la promoción o comercialización de bienes inmuebles, o en actividades análogas, intervengan directa o indirectamente en la tasación de esos bienes, y 4) la indicación de que los controles y auditorías internas de las áreas comerciales y operativas se realicen de forma independiente de los que se efectúen sobre la sociedad o servicio de tasación.

Por otro lado, tal como señala la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario, modificada por la Ley 1/2013, de 14 de mayo, las entidades de crédito que hayan emitido y tengan en circulación títulos hipotecarios y cuenten con servicios propios de tasación deben constituir una comisión técnica que verifique el cumplimiento de los requisitos de independencia mencionados en el reglamento interno, y que elabore un informe anual, que remitirá al consejo de administración u órgano equivalente de la entidad y al Banco de España. A este respecto, la Circular detalla el contenido mínimo de dicho informe, debiendo figurar, entre otros aspectos, los requisitos de independencia asumidos por la entidad, con expresión detallada de cada una de las normas y exigencias de que consten. En particular, se incluirá una copia o extracto del reglamento interno de conducta del servicio de tasación.

OTRAS NOVEDADES

Se introducen determinadas mejoras técnicas en los estados de la Circular 3/1998, de 27 de enero, relacionadas con la información que han de rendir al Banco de España las sociedades y servicios de tasación homologados, siempre en el ámbito de la actividad de valoración de activos.

Se incorporan en la CBE 4/2004, de 22 de diciembre, nuevos contenidos con objeto de, por un lado, unificar todas las menciones al contenido preceptivo de la memoria anual de actividades, especificando el contenido mínimo de la nota a la que se refiere el artículo 29.1 de la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible⁵⁰, y, por otro, completar la implantación de las recomendaciones de la Junta Europea de Riesgo Sistémico de 21 de septiembre de 2011, sobre la concesión de préstamos en moneda extranjera.

La Circular, siguiendo el mandato de la citada ley, establece el contenido mínimo de la referida nota, que deberá incluir, entre otros aspectos: 1) una mención de las políticas, métodos y procedimientos establecidos para la concesión responsable de préstamos y créditos a los consumidores, de acuerdo con lo establecido en la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios, así como en la CBE 5/2012, de 27 de junio⁵¹, y 2) un resumen de los mecanismos estable-

50 Conforme a lo establecido en la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, las entidades de crédito deben incluir en la memoria de sus cuentas individuales una nota que haga referencia al documento que recoja las prácticas para la concesión responsable de este tipo de préstamos. Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2011», *Boletín Económico*, abril de 2011, Banco de España, pp. 162-166.

51 La CBE 5/2012, de 27 de junio, a entidades de crédito y proveedores de servicios de pago, sobre transparencia de los servicios bancarios y responsabilidad en la concesión de préstamos, específicamente en su norma duodécima. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2012», *Boletín Económico*, octubre de 2012, Banco de España, pp. 180-186.

cidos para el control del seguimiento efectivo de las referidas políticas, métodos y procedimientos.

En lo referente a los préstamos o créditos en moneda extranjera, se precisa que las entidades de crédito deberán incluir unos protocolos de información adecuada sobre los riesgos que aquellos suponen para el prestatario. La información deberá ser suficiente para que el prestatario pueda tomar decisiones fundadas y prudentes, y comprender, al menos, los efectos en las cuotas de una fuerte depreciación del euro y de un aumento del tipo de interés. Adicionalmente, las entidades deberán contar con una política de concesión de este tipo de préstamos que atienda primordialmente a la estructura de reembolso de estos, así como a la capacidad de los prestatarios para resistir perturbaciones adversas de los tipos de cambio y del tipo de interés. También deberán ofrecer a los prestatarios la contratación de productos financieros de cobertura de los riesgos de elevación de los tipos de interés y de cambio.

Por otra parte, se modifica la CBE 2/2014, de 31 de enero, en relación con la deducción en los elementos de capital de nivel 1 de los distintos tipos de activos intangibles. Anteriormente, se deducía del capital de nivel 1 ordinario el 100 % del fondo de comercio procedente de combinaciones de negocio, de consolidación o de la aplicación del método de la participación. Para el resto de los activos intangibles, se deducían determinados porcentajes que iban incrementándose progresivamente del 20 % en 2014 al 80 % en 2017, conforme establece el Reglamento (UE) 575/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio⁵². A partir de la entrada en vigor de la Circular, se unifica su tratamiento, debiendo aplicar para todos los activos intangibles (incluido el fondo de comercio) los porcentajes antes mencionados durante el período transitorio. Los importes residuales, hasta llegar al 100 %, se deducirán de los elementos de capital de nivel 1.

Por último, se modifica la CBE 6/2010, de 28 de septiembre, a las entidades de crédito y entidades de pago, sobre publicidad de los servicios y productos bancarios, al objeto de referenciar adecuadamente las normas sobre el cálculo de la TAE a las reglas establecidas en la CBE 5/2012, de 27 de junio, sobre transparencia de los servicios bancarios y responsabilidad en la concesión de préstamos.

Adaptación de las entidades aseguradoras y reaseguradoras a la normativa de la Unión Europea

Se ha publicado la *Resolución de 16 de junio de 2014, de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP) (BOE del 4 de julio)*, de medidas temporales para facilitar la progresiva adaptación de las entidades aseguradoras y reaseguradoras (en adelante, las entidades) al nuevo régimen de la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre, sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio (en adelante Directiva de Solvencia II), que será aplicable en los Estados miembros a partir del 1 de enero de 2016.

La Resolución tiene como finalidad concretar los principios aplicables para facilitar la transición al régimen previsto en la Directiva de Solvencia II, entre otros aspectos: 1) en lo relativo al sistema de gobierno, incluido el sistema de gestión de riesgos y la evaluación interna

⁵² El Reglamento (UE) 575/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por el que se modifica el Reglamento (UE) 648/2012, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio, relativo a los derivados extrabursátiles, a las entidades de contrapartida central, y a los registros de operaciones. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2013», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2013, Banco de España, pp. 170-185.

prospectiva de los riesgos; 2) el establecimiento de plazos, condiciones y procedimientos que se deben seguir para la presentación del informe de supervisión de la evaluación interna prospectiva de los riesgos ante la DGSPF, y 3) la publicidad de las directrices y recomendaciones publicadas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación hasta la fecha de la propia Resolución.

En el ámbito del sistema de gobierno, las entidades introducirán las medidas necesarias para disponer de un gobierno eficaz que garantice una gestión sana y prudente de la actividad. Comprenderá, como mínimo, una estructura organizativa transparente y apropiada, con una clara distribución y una adecuada separación de funciones y mecanismos eficaces para garantizar la transmisión de la información, la gestión de riesgos, la evaluación interna prospectiva de los riesgos, el control interno y de cumplimiento, la auditoría interna, la función actuarial y la externalización de funciones o actividades⁵³. Además, establecerá mecanismos adecuados que garanticen el cumplimiento de las exigencias de aptitud y honorabilidad de las personas que dirigen de manera efectiva la entidad.

Por otro lado, el sistema de gestión de riesgos comprenderá las estrategias, los procesos y los procedimientos de información necesarios que deben introducir las entidades para identificar, medir, controlar, gestionar y notificar de forma continua los riesgos a los que, a escala individual y agregada, estén o puedan estar expuestas, y sus interdependencias. Cubrirá, al menos, determinadas áreas como son: la gestión de activos y pasivos; las inversiones, en particular, los instrumentos derivados y compromisos similares; la gestión de los riesgos de liquidez, de concentración y operacional, y el reaseguro y otras técnicas de reducción del riesgo.

Respecto a la evaluación interna prospectiva de los riesgos, esta constituye una parte integrante de la estrategia de negocio y se tendrá en cuenta de forma continua en las decisiones estratégicas de la entidad. Abarcará, como mínimo, lo siguiente: 1) las necesidades globales de solvencia, teniendo en cuenta el perfil de riesgo específico, los límites de tolerancia de riesgo aprobados y la estrategia comercial de la empresa; 2) el cumplimiento continuo de los requisitos de capital y provisiones técnicas, y 3) la medida en que el perfil de riesgo de la empresa se aparta de las hipótesis en que se basa el capital de solvencia obligatorio.

Finalmente, las entidades deberán presentar a la DGSPF un informe de supervisión de la evaluación interna prospectiva de los riesgos propios, cuyo contenido, plazos de presentación y procedimiento se detallan en la Resolución.

La Resolución entró en vigor el 5 de julio.

Se ha publicado el *Reglamento (UE) 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 23 de julio (DOUE del 28 de agosto)*, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores (DCV)⁵⁴ y por el que se modifican

**Unión Europea:
actualización
de la normativa de
la liquidación de valores
y regulación
de los depositarios
centrales de valores**

⁵³ A estos efectos, se entiende por externalización de funciones cualquier tipo de acuerdo celebrado entre una entidad aseguradora o reaseguradora y un tercero, ya sea o no una entidad sujeta a supervisión, en virtud del cual este, directamente o por subcontratación, realiza una actividad o una función que, en otras circunstancias, hubiese realizado la propia entidad aseguradora o reaseguradora.

⁵⁴ Los DCV son personas jurídicas que gestionan un sistema de liquidación de valores conforme a la normativa de la Unión Europea y además, como mínimo, prestan uno de los dos siguientes servicios: el registro inicial de los valores y la provisión y mantenimiento de las cuentas de valores en el nivel superior de tenencia.

las directivas 98/26/CE⁵⁵ y 2014/65/UE⁵⁶ y el Reglamento (UE) 236/2012⁵⁷ (en adelante, el Reglamento).

El Reglamento establece requisitos uniformes para la liquidación de los instrumentos financieros en la Unión Europea, así como un conjunto de requisitos comunes para los DCV, en particular, normas de organización y conducta con vistas a promover una liquidación correcta, eficiente y segura.

LIQUIDACIÓN DE VALORES

Cualquier emisor de valores negociables admitidos a negociación, establecido en la Unión Europea, debe establecer los acuerdos pertinentes para que dichos valores estén representados mediante anotaciones en cuenta, ya sea mediante su inmovilización o a través de su emisión directa de forma desmaterializada.

Además, si las operaciones con esos valores se ejecutan en los centros de negociación regulados por la Directiva 2014/65/UE, deberán estar registrados en el sistema de anotaciones en cuenta de un DCV. La liquidación de las operaciones deberá realizarse en la fecha teórica de liquidación, que no será posterior al segundo día hábil tras la contratación. Este requisito no se aplicará a: 1) las operaciones que se negocien a título privado, pero que se ejecuten en centros de negociación, y 2) las operaciones ejecutadas bilateralmente, pero notificadas a un centro de negociación, ni a la primera operación en la que los valores negociables en cuestión sean registrados por vez primera en forma de anotación en cuenta.

A este respecto, los DCV establecerán procedimientos que faciliten la liquidación de las operaciones en la fecha teórica de liquidación, con una exposición mínima de sus participantes⁵⁸ a los riesgos de contraparte y de liquidez y una reducida proporción de fallos en la liquidación. En dichos procedimientos, también incluirán medidas adecuadas para suspender a cualquier participante que incumpla los plazos o que sistemáticamente cause fallos en la liquidación, así como hacer pública su identidad a condición de que, previamente, se le ofrezca la oportunidad de formular observaciones antes de que se adopte tal decisión.

Junto a estas medidas, el Reglamento establece mecanismos de sanción que deberán ser proporcionales a la magnitud y gravedad de los fallos de liquidación. Dentro de estos mecanismos se incluirán sanciones pecuniarias que, en la medida de lo posible, se abonarán a los clientes cumplidores en concepto de indemnización, y que no deben, en ningún caso, convertirse en fuente de ingresos para el DCV.

Sin perjuicio de todo ello, cuando el participante incumplidor no entregue al participante destinatario los instrumentos financieros dentro de los cuatro días hábiles siguientes a la fecha teórica de liquidación (período de prórroga), deberá ponerse en marcha un proceso de recompra, de modo que dichos instrumentos queden disponibles para liquidación y se entreguen al participante destinatario dentro de un plazo adecuado. El período de prórroga de cuatro días hábiles podrá incrementarse hasta siete días hábiles, en función del tipo de activo y de la liquidez de los instrumentos financieros de que se trate. Si la operación se refiere a instrumentos financieros negociados en un mercado de pymes en expansión⁵⁹,

57 El Reglamento (UE) 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo, sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago.

58 Los participantes son, entre otros, las entidades de crédito, las ESI y las entidades de contrapartida central.

59 Los mercados de pymes en expansión, definidos en la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo, deben cumplir determinadas condiciones, entre ellas, que, como mínimo, el 50 % de los emisores cuyos instrumentos financieros sean admitidos a negociación en un sistema multilateral de negociación sean pymes.

el período de prórroga será de 15 días, salvo en caso de que este mercado decida aplicar un período de prórroga más breve.

Si la recompra falla o no es posible, el participante destinatario podrá elegir entre recibir una indemnización en efectivo o aplazar la ejecución de la recompra hasta una fecha posterior adecuada. Si los instrumentos financieros en cuestión no se entregan al participante destinatario al final del período de aplazamiento, se abonará la indemnización en efectivo. Por su parte, el participante incumplidor reembolsará a la entidad que ejecute la recompra todas las cantidades abonadas, incluidos los gastos de ejecución que puedan derivarse de la recompra.

DEPOSITARIOS CENTRALES DE VALORES

Autorización y supervisión

Los DCV serán autorizados y supervisados por la autoridad competente de su Estado miembro de origen, que informará de ello a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM). También intervendrán las autoridades relevantes⁶⁰ cuando así se prevea expresamente. En el Reglamento se detalla el procedimiento para la concesión de la autorización, antes de iniciar sus actividades. En la autorización se especificarán los servicios básicos⁶¹ y los servicios auxiliares de tipo no bancario⁶² enumerados en el anejo del Reglamento que podrá prestar el DCV. Para el ejercicio de servicios auxiliares de tipo bancario⁶³, se establece un procedimiento especial para su autorización, cumpliendo determinadas condiciones detalladas en la norma.

En relación con la supervisión de los DCV, al menos una vez al año, la autoridad competente examinará los sistemas, estrategias, procesos y mecanismos aplicados con respecto al cumplimiento del Reglamento, y evaluará los riesgos a que estén o pudieran estar expuestos los DCV, así como los riesgos que estos generen para el correcto funcionamiento de los mercados de valores.

La autoridad competente exigirá a cada DCV la presentación de un plan de recuperación adecuado para garantizar la continuidad de sus operaciones esenciales, y se asegurará de que se establezca un plan de resolución adecuado que garantice, como mínimo, la continuidad de sus funciones básicas, en función de la magnitud y la importancia sistémica del DCV correspondiente, índole, escala y complejidad de sus actividades.

60 Las autoridades relevantes son: 1) la autoridad responsable de la vigilancia del sistema de liquidación de valores gestionado por el DCV en el Estado miembro cuyo ordenamiento jurídico rija dicho sistema; 2) los BCN de la Unión Europea emisores de las monedas más relevantes en las que tiene lugar la liquidación, y 3) cuando proceda, el BCN en cuyos libros se liquide el componente de efectivo de un sistema de liquidación de valores gestionado por un DCV.

61 Los servicios básicos que puede prestar son los siguientes: 1) el registro inicial de los valores en un sistema de anotaciones en cuenta («servicio de notaría»); 2) la provisión y mantenimiento de cuentas de valores («servicio central de mantenimiento»), y 3) la gestión de un sistema de liquidación de valores («servicio de liquidación»).

62 Los servicios auxiliares de tipo no bancario son, entre otros: 1) servicios vinculados al servicio de liquidación, tales como la organización de un mecanismo de préstamo de valores o los servicios de gestión de garantías reales, en calidad de agente, entre los participantes en un sistema de liquidación de valores; 2) servicios vinculados al de notaría y al de central de mantenimiento de cuentas, tales como los relativos a los registros de accionistas; 3) tramitación de actuaciones societarias, como servicios fiscales, de apoyo a la asistencia a juntas generales y de información, y servicios relativos a nuevas emisiones, como la asignación y gestión de códigos ISIN y códigos similares, y 4) establecimiento de enlaces entre DCV, provisión, mantenimiento o gestión de cuentas de valores en relación con el servicio de liquidación, gestión de garantías y otros servicios auxiliares.

63 Los servicios auxiliares de tipo bancario son, entre otros: 1) provisión de crédito en efectivo para su reembolso a más tardar el siguiente día hábil, préstamo en efectivo para prefinanciación de actuaciones societarias y préstamo de valores a titulares de cuentas de valores; 2) servicios de pago con procesamiento de efectivo y operaciones de cambio de divisas y efectivo; 3) concesión de garantías y suscripción de compromisos en relación con servicios de préstamo de valores y de toma de valores en préstamo, y 4) actividades de tesorería con operaciones de cambio de divisas y valores negociables relacionadas con la gestión de los saldos positivos del balance de los participantes.

Requisitos generales aplicables a los DCV

Deberán disponer de sólidos mecanismos de gobernanza, incluida una estructura organizativa clara, con líneas de responsabilidad bien definidas, transparentes y coherentes, así como de procedimientos eficaces de identificación, gestión, control y comunicación de los riesgos a los que estén o pudieran estar expuestos, y de políticas de remuneración y mecanismos de control interno apropiados, incluidos procedimientos administrativos y contables adecuados.

Por su parte, el órgano de dirección estará integrado por personas idóneas que posean la honorabilidad suficiente y una adecuada combinación de competencias, experiencia y conocimientos de la entidad y del mercado.

También se detalla un conjunto de requisitos prudenciales, entre otros: 1) un marco sólido para la gestión de riesgos, con vistas a la gestión global de los riesgos legales, de negocio, operativos y otros riesgos, que incluya medidas para mitigar el fraude y la negligencia; 2) una adecuada política de inversión, de modo que los DCV tendrán sus activos financieros en BCN, entidades de crédito autorizadas u otros DCV autorizados, o en instrumentos financieros de elevada liquidez con un riesgo mínimo de crédito y de mercado; 3) determinados requisitos de capital, de tal manera que el capital, junto con los beneficios no distribuidos y las reservas, deberá ser proporcional a los riesgos derivados de sus actividades⁶⁴.

En lo referente a las normas de conducta, los DCV dispondrán de criterios de participación que permitan un acceso abierto y equitativo a todas las personas jurídicas que se propongan convertirse en participantes y que se harán públicos.

Actividad transfronteriza

Podrán prestar los servicios en el territorio de la Unión Europea, incluso mediante la apertura de una sucursal, si dichos servicios están recogidos en la autorización. Si se proponen prestar los servicios básicos de notaría o de mantenimiento centralizado de cuentas de valores sobre instrumentos constituidos bajo la jurisdicción de otro Estado miembro, quedan sujetos a un procedimiento específico de autorización contemplado en el Reglamento. Cuando un DCV autorizado en un Estado miembro haya abierto una sucursal en otro Estado miembro, la autoridad competente del Estado miembro de origen y la autoridad competente del Estado miembro de acogida cooperarán estrechamente en el ejercicio de sus funciones. Las autoridades competentes de ambos Estados podrán, en el ejercicio de sus competencias, realizar inspecciones *in situ* de las sucursales.

Los DCV establecidos en terceros países también podrán ofrecer sus servicios en la Unión Europea, incluso mediante la apertura de una sucursal. De forma similar a los DCV de la Unión Europea, para garantizar que los servicios prestados ofrezcan un nivel de seguridad adecuado, estos DCV deberán obtener el reconocimiento de la AEVM. Los DCV establecidos en la Unión Europea pueden organizar conexiones con DCV de terceros países, de acuerdo con los requisitos establecidos en la regulación para el establecimiento de enlaces.

⁶⁴ En este sentido, el capital será suficiente, en todo momento, para: 1) garantizar que el DCV esté adecuadamente protegido frente a los riesgos operativos, legales, de negocio, de custodia y de inversión, de modo que el DCV pueda seguir prestando servicios como empresa en funcionamiento, y 2) garantizar que se pueda proceder a la liquidación o reestructuración ordenada de las actividades del DCV en un plazo adecuado de seis meses, como mínimo, en diferentes escenarios de estrés. Además, contarán con un plan para: 1) la obtención de capital adicional en el supuesto de que su capital se aproxime a los requisitos previstos en el apartado anterior o descienda por debajo de estos, y 2) la reestructuración o la liquidación ordenada de sus actividades y servicios en el supuesto de que el DCV no pueda obtener capital adicional.

Ampliación de actividad y externalización de servicios

La ampliación de las actividades o la externalización de servicios o actividades a terceros detallados a continuación deberán ser autorizados por la autoridad competente del Estado miembro de origen: 1) servicios básicos adicionales o servicios auxiliares no bancarios no listados explícitamente en el Reglamento, que no estuvieran incluidos en la autorización inicial; 2) gestión de otro sistema de liquidación de valores; 3) liquidación de la totalidad o parte del componente de efectivo de su sistema de liquidación de valores en los libros de otro agente de liquidación, y 4) creación de enlaces interoperables, incluidos aquellos con DCV de terceros países.

En relación con la externalización de servicios o actividades, los DCV seguirán siendo plenamente responsables del cumplimiento de todas las obligaciones que les incumben con arreglo al Reglamento y, además, deberán cumplir en todo momento, entre otras, las condiciones siguientes: 1) que la externalización no entrañe una delegación de su responsabilidad; 2) que las relaciones y obligaciones del DCV con respecto a sus participantes o emisores no se vean alteradas; 3) que las condiciones de autorización del DCV no varíen; 4) que la externalización no impida el ejercicio de las funciones de supervisión y vigilancia, en particular el acceso *in situ* para obtener toda la información pertinente que se precise en el desempeño de tales funciones, y 5) que el prestador de servicios coopere con la autoridad competente y con las autoridades relevantes en relación con las actividades externalizadas.

Régimen sancionador

En otro de los apartados de la norma, se regula el régimen sancionador aplicable a las DCV y a todas las demás personas responsables que incumplan las disposiciones de este Reglamento, de modo que las autoridades competentes de los Estados miembros deberán tomar todas las medidas necesarias para garantizar su aplicación. Tales sanciones serán eficaces, proporcionadas y disuasorias. Todo ello sin perjuicio de que los Estados miembros prevean la imposición de sanciones penales.

Por último, se regula el intercambio de información entre las autoridades competentes, las autoridades relevantes y la AEVM para el desempeño de sus funciones con arreglo al Reglamento.

El Reglamento entró en vigor el 17 de septiembre, salvo la obligación de representar los valores negociables mediante anotaciones en cuenta, que será aplicable a partir del 1 de enero de 2023 para los emitidos después de esa fecha y a partir del 1 de enero de 2025 para todos los demás; y la obligación de liquidar los valores negociados en los centros de negociación en una fecha no posterior al segundo día hábil tras la contratación, que será aplicable a partir del 1 de enero de 2015 o del 1 de enero del 2016 en el caso de que se liquiden en un DCV que externalice alguno de sus servicios a una entidad pública de acuerdo con el Reglamento.

Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios: modificación de la normativa

Se ha publicado la *Directiva 2014/91/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio (DOUE del 28 de agosto)*, que modifica la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), en lo que se refiere a las funciones del depositario, las políticas de remuneración y las sanciones.

A continuación, se reseñan los aspectos más relevantes.

POLÍTICAS DE REMUNERACIÓN

Se establece la obligación de que las sociedades gestoras de los OICVM introduzcan, respecto de las categorías de personal cuyas actividades profesionales tengan una inci-

dencia significativa en el perfil de riesgo de los OICVM que gestionan, políticas y prácticas de remuneración adecuadas a una gestión eficaz y responsable del riesgo. Tales categorías de personal deberán abarcar, entre otros, a: 1) los empleados que tomen decisiones de inversión; 2) las personas que tengan capacidad de ejercer influencia sobre dichos empleados u otros miembros del personal, incluidos los asesores y analistas de inversiones, y 3) cualquier empleado que perciba una remuneración total que lo incluya en el mismo baremo salarial que el de los altos directivos y el personal que toma decisiones. Dichas normas se aplicarán también a las sociedades de inversión que no hayan designado a una sociedad gestora.

La política de remuneración será adoptada por el órgano de administración de la sociedad gestora en su función supervisora, y dicho órgano fijará los principios generales de la política de remuneración. El folleto y el informe anual de las OICVM contendrán información detallada sobre la política remunerativa, y deberá figurar una declaración que indique que se puede consultar en un sitio web.

Al menos una vez al año, se hará una evaluación interna central e independiente de la aplicación de la política de remuneración, al objeto de verificar si se cumplen las políticas y los procedimientos de remuneración adoptados.

Al fijar y aplicar las políticas de remuneración, las sociedades gestoras atenderán a determinados principios detallados en la Directiva, de manera que resulte acorde con sus dimensiones, con su organización interna y con la naturaleza, el alcance y la complejidad de sus actividades. Entre estos principios cabe resaltar que la remuneración variable solo podrá garantizarse en casos excepcionales; en el contexto de la contratación de nuevo personal, deberá limitarse al primer año de contrato, y se pagará o se concederá únicamente si resulta sostenible con arreglo a la situación financiera de la sociedad gestora en su conjunto, y si se justifica con arreglo a los resultados de la unidad de negocio, del OICVM y de la persona de que se trate.

Por otro lado, las sociedades gestoras más importantes por razón de su tamaño, por el tamaño de los OICVM que gestionan o por la naturaleza alcance y complejidad de sus actividades, instituirán un comité de remuneraciones. Este comité se constituirá de manera que pueda evaluar con independencia las políticas y prácticas de remuneración y los incentivos establecidos para la gestión de riesgos. Estará presidido por un miembro del órgano de dirección que no ejerza funciones ejecutivas en la sociedad de gestión de que se trate. Igualmente, el resto de los miembros del comité de remuneraciones serán miembros del órgano de dirección que tampoco ejerzan funciones ejecutivas en la sociedad de gestión.

Finalmente, a fin de promover la convergencia de la labor de supervisión de las políticas y prácticas de remuneración, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) deberá velar por la existencia de directrices sobre políticas y prácticas de remuneración idóneas en el sector de gestión de activos.

FUNCIONES DEL DEPOSITARIO

La Directiva adopta normas adicionales que definen las tareas y funciones de los depositarios, determinan las entidades legales que pueden designarse como depositarios y aclaran la responsabilidad de estos en el caso de que se pierdan los activos de los OICVM en custodia o de que los depositarios no ejerzan adecuadamente sus funciones de vigilancia.

Se precisa que los OICVM deberán designar a un solo depositario responsable de vigilar, en general, sus activos. En el ejercicio de sus funciones, el depositario deberá actuar con honestidad, equidad y profesionalidad, ser independiente y actuar teniendo en cuenta el interés del OICVM y de sus inversores.

Se introduce una lista uniforme de las obligaciones de vigilancia que incumben a los depositarios en relación con los OICVM, en aras de un enfoque armonizado del ejercicio de las funciones de los depositarios en los Estados miembros. Destacan entre esas obligaciones que el depositario deberá responsabilizarse del adecuado control de los flujos de tesorería del OICVM y, en particular, de garantizar que el dinero de los inversores y el efectivo del OICVM se consignen correctamente en cuentas abiertas a nombre del OICVM, de la sociedad gestora que actúe por cuenta del OICVM o a nombre del depositario que actúe por cuenta del OICVM.

Por otro lado, se revisan las condiciones en las que el depositario puede delegar sus obligaciones de depósito en un tercero. Tanto la delegación como la subdelegación deberán estar objetivamente justificadas y atenerse a requisitos estrictos sobre la idoneidad del tercero al que se confíe tal función. En este sentido, se adoptan una serie de disposiciones destinadas a garantizar que los terceros a los que han sido delegadas funciones de depósito dispongan de los medios necesarios para ejercer sus obligaciones. En el caso de que se delegue la custodia en un tercero, deberá acreditarse que este está sujeto a requisitos específicos en cuanto a una regulación y supervisión prudencial efectivas. Además, para garantizar que los instrumentos financieros obren en poder del tercero en quien se haya delegado la custodia, deberán realizarse auditorías externas periódicas.

Con el fin de que el inversor goce, en todo momento, de un elevado nivel de protección, se adoptan disposiciones en materia de conducta y de gestión de conflictos de intereses, que deberán aplicarse en todas las situaciones, incluso en caso de delegación de las funciones de depósito. Esas disposiciones han de garantizar, en particular, una separación clara de las tareas y funciones del depositario, del OICVM y de la sociedad gestora o de la sociedad de inversión.

Asimismo, se establece una lista exhaustiva de las entidades aptas para actuar como depositario, que se limitan a: 1) los BCN; 2) las entidades de crédito, y 3) otras entidades jurídicas autorizadas por la legislación de los Estados miembros para llevar a cabo actividades de depositario, que estén sujetas a supervisión prudencial y a requisitos de adecuación del capital conforme a lo establecido en el Reglamento (UE) 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo.

Por otro lado, si un instrumento financiero custodiado por un depositario se pierde, este debe restituir al OICVM uno de idénticas características o bien la cuantía correspondiente, no pudiendo liberarse de esta obligación, salvo cuando el depositario pueda demostrar que la pérdida se debe a un acontecimiento externo que escape a un control razonable, cuyas consecuencias hubieran sido inevitables pese a todos los esfuerzos razonables por evitarlas.

Esta responsabilidad no puede modificarse o excluirse por vía contractual y alcanza a las actuaciones realizadas por el subdepositario.

De otra parte, todo inversor en una institución de inversión colectiva (IIC) tiene derecho a exigir la responsabilidad del depositario, ya sea directamente o indirectamente, a través de la sociedad gestora o de la sociedad de inversión.

Por último, se establece un régimen sancionador, determinando el tipo de sanciones o medidas administrativas y la cuantía de las de carácter pecuniario. Con el fin de intensificar su efecto disuasorio, las sanciones serán públicas, salvo en determinadas circunstancias muy específicas, y deberán notificarse simultáneamente a la ESMA, que publicará un informe anual sobre todas las sanciones impuestas.

La Directiva entró en vigor el 17 de septiembre y será transpuesta por los Estados miembros, a más tardar, el 18 de marzo de 2016.

Cédulas y bonos de internacionalización

Se ha publicado el *Real Decreto 579/2014, de 4 de julio* (BOE del 16 de julio), por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 14/2013, de 27 de septiembre⁶⁵, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización, en materia de cédulas y bonos de internacionalización⁶⁶ (en adelante, el Real Decreto), que entró en vigor el 17 de julio.

Además del desarrollo de determinados aspectos de las emisiones de cédulas y bonos de internacionalización, el Real Decreto regula las operaciones de estos títulos en el mercado secundario, así como las competencias de supervisión de la CNMV y del Banco de España.

EMISIÓN DE CÉDULAS Y BONOS DE INTERNACIONALIZACIÓN

Se establece la información que deberán contener las cédulas y los bonos de internacionalización, junto con las normas generales de emisión, que se ajustará, sin perjuicio de lo previsto en el Real Decreto, a la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores⁶⁷. En particular, las cédulas y bonos de internacionalización podrán incluir cláusulas de amortización anticipada a disposición del emisor, según lo especificado en los términos de la emisión. En ningún caso podrá resultar perjudicado el deudor de un préstamo o crédito vinculado a la financiación de contratos de exportación de bienes y servicios o a la internacionalización de empresas, ni en su caso el garante de tales préstamos o créditos por la emisión de estos instrumentos.

Por otro lado, se regula la forma de cálculo de los límites máximos de las emisiones, así como los mecanismos para restablecer dichos límites cuando sean sobrepasados. Conforme a la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, el importe total de las cédulas de internacionalización emitidas por una entidad de crédito no podrá ser superior al 70 % del importe de los préstamos y créditos no amortizados de la cartera de la entidad que cumplan los requisitos allí establecidos, y que no hayan sido afectados a la emisión de bonos de internacionalización. Por su parte, el valor actualizado de los bonos de internacionalización deberá ser inferior, al menos, en un 2 % al valor actualizado de los préstamos y créditos afectados a la emisión.

Si los límites anteriores se sobrepasan por incrementos de las amortizaciones de los préstamos y créditos afectados o por cualquier otra causa sobrevenida, la entidad emisora

65 Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 2013», *Boletín Económico*, octubre de 2013, Banco de España, pp. 158-177.

66 Las cédulas de internacionalización, a semejanza de las cédulas hipotecarias y territoriales, son instrumentos de renta fija que están especialmente garantizados por créditos y préstamos vinculados a la financiación de contratos de exportación de bienes y servicios o a la internacionalización de empresas que cumplan ciertos requisitos, entre otros, que tengan una alta calidad crediticia. En el caso de los bonos de internacionalización, su capital e intereses están garantizados por aquellos créditos y préstamos que, reuniendo los requisitos indicados para las cédulas, se afecten a cada emisión en escritura pública y, además, por aquellos otros, afectados también en la referida escritura, concedidos a empresas vinculados a la financiación de contratos de exportación de bienes y servicios españoles o de otra nacionalidad o a la internacionalización de empresas residentes en España o en otros países, siempre que cumplan ciertos requisitos.

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

deberá restablecer el equilibrio en el menor tiempo posible, mediante la realización de determinadas actuaciones⁶⁸.

Asimismo, se introduce la obligación de que las entidades emisoras de cédulas o bonos de internacionalización lleven un registro contable especial de los préstamos y créditos que sirven de garantía a dichas emisiones, de los activos de sustitución que las respalden y de los instrumentos financieros derivados vinculados a cada emisión.

El registro se actualizará de forma continua y constará de dos partes diferenciadas: una para cédulas y otra para bonos, cuyo contenido respectivo será determinado por el Banco de España. Este precisará los datos esenciales del registro que deberán incorporarse a las cuentas anuales de la entidad emisora, así como a su memoria anual de actividades, acompañados de una manifestación expresa del Consejo de Administración u órgano equivalente de la entidad, por la que dicho órgano se hace responsable de la existencia de políticas y procedimientos expresos que garanticen el cumplimiento de la normativa aplicable a la emisión de estos valores.

TRANSMISIÓN Y NEGOCIACIÓN
DE CÉDULAS Y BONOS DE
INTERNACIONALIZACIÓN
EN EL MERCADO SECUNDARIO

La admisión a negociación en mercados regulados o en sistemas multilaterales de negociación de las cédulas y bonos de internacionalización se ajustará a la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Ambas clases de títulos son transmisibles por cualquiera de los medios admitidos en derecho y sin necesidad de intervención de fedatario público ni notificación al deudor. Cuando sean nominativos, podrán transmitirse por declaración escrita en el mismo título.

Por su parte, las entidades emisoras podrán negociar sus propias cédulas y bonos de internacionalización para regular el adecuado funcionamiento de su liquidez y cotización en el mercado o para restablecer los límites máximos de emisión. Igualmente, podrán adquirir y mantener en cartera cédulas y bonos de internacionalización propios que, en el caso de emisiones realizadas entre el público en general, no podrán exceder del 50 % de cada serie. En este caso, deberán informar al mercado, con carácter previo, de las compras que prevean realizar. Excepcionalmente, la entidad emisora podrá superar dicho límite cuando la adquisición de títulos propios se lleve a cabo a través de una oferta dirigida a todos los tenedores de cédulas o bonos de una misma serie y tenga por finalidad la amortización o el canje de los títulos adquiridos.

COMPETENCIAS DE
SUPERVISIÓN EN MATERIA
DE CÉDULAS Y BONOS DE
INTERNACIONALIZACIÓN

Corresponderán al Banco de España el control y la inspección tanto de las condiciones exigibles a los activos que pueden servir de cobertura a la emisión de cédulas y bonos de internacionalización como del citado registro contable. Si el Banco de España detectase incumplimiento de las proporciones establecidas entre las partidas de activo y pasivo de los emisores de cédulas o bonos de internacionalización, lo comunicará inmediatamente a la CNMV a los efectos oportunos.

Por su parte, corresponderá a la CNMV la supervisión de las cuestiones relacionadas con las ofertas públicas de cédulas y bonos de internacionalización y con las operaciones de

⁶⁸ Entre otras actuaciones que se especifican, cabe reseñar: 1) la constitución de un depósito de efectivo o de fondos públicos en el Banco de España; 2) la adquisición en el mercado de sus propias cédulas y bonos de internacionalización para su posterior amortización; 3) el otorgamiento de nuevos préstamos o créditos de similares características; 4) la afectación al pago de los bonos de internacionalización, mediante escritura pública, de nuevos préstamos o créditos elegibles; 5) la afectación al pago de las cédulas o de los bonos de internacionalización de nuevos activos de sustitución, y 6) la amortización de cédulas y bonos de internacionalización por el importe necesario para restablecer el equilibrio.

estos títulos en el mercado secundario, todo ello sin perjuicio de las competencias atribuidas a la propia CNMV por las normas que regulan la titulización de todo tipo de activos. Adicionalmente, la CNMV podrá solicitar al Banco de España información sobre el cumplimiento de las proporciones establecidas en el Real Decreto entre las partidas de activo y pasivo de los emisores de cédulas o bonos de internacionalización.

Por último, en la disposición adicional única del Real Decreto, se prevé la creación de un registro contable para los activos que garantizan las cédulas territoriales, reguladas por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, similar al establecido para las cédulas y bonos de internacionalización, con el contenido que determine el Banco de España.

Unión Europea: nuevas disposiciones aplicables a las cuentas de pago

Se ha publicado la *Directiva 2014/92/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio (DOUE del 28 de agosto)*, sobre la comparabilidad de las comisiones conexas a las cuentas de pago⁶⁹, el traslado de cuentas de pago y el acceso a cuentas de pago básicas.

La Directiva entró en vigor el 17 de septiembre y deberá ser transpuesta por los Estados miembros antes del 18 de septiembre de 2016.

A continuación, se reseñan los aspectos más relevantes.

ÁMBITO DE APLICACIÓN

La Directiva establece normas sobre la transparencia y comparabilidad de las comisiones aplicadas a los consumidores que tengan abiertas cuentas de pago en la Unión Europea; sobre los traslados de cuentas de pago dentro de un Estado miembro, y sobre la apertura de cuentas transfronterizas. También regula un marco de normas y condiciones con arreglo a las cuales los Estados miembros garantizarán el derecho de los consumidores a abrir y utilizar cuentas de pago básicas.

Los Estados miembros determinarán una lista provisional en la que figuren entre 10 y 20, como máximo, de los servicios más representativos asociados a una cuenta de pago y sometidos a una comisión, prestados por, al menos, uno de los proveedores de servicios de pago⁷⁰ a escala nacional. Dicha lista se remitirá a la Comisión y a la ABE antes del 18 de septiembre de 2015. Asimismo, se delegan competencias a la Comisión para que adopte normas técnicas de desarrollo de la Directiva y para que publique la lista resultante definitiva de los servicios más representativos asociados a una cuenta de pago, que será actualizada cada cuatro años.

COMPARABILIDAD DE LAS COMISIONES APLICABLES A LAS CUENTAS DE PAGO

Los proveedores de servicios de pago deberán facilitar a los consumidores, en todo momento, un *documento informativo* de las comisiones en el que figuren: 1) los términos normalizados de la lista definitiva correspondientes a los servicios más representa-

⁶⁹ Las cuentas de pago son cuentas abiertas a nombre de uno o varios consumidores, que se utilizan para ejecutar operaciones de pago. Estas pueden consistir en depositar, transferir o retirar fondos. En nuestra normativa, las cuentas de pago están reguladas en la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago, desarrollada por el Real Decreto 712/2010, de 28 de mayo, de régimen jurídico de los servicios de pago y de las entidades de pago. Dichas cuentas tienen determinadas limitaciones operativas y deben tener asociada, desde su apertura y en todo momento, una cuenta de depósito de efectivo abierta por uno de sus titulares en una entidad de crédito autorizada en la Unión Europea.

⁷⁰ Los proveedores de servicios de pago son: 1) las entidades de crédito; 2) las entidades de dinero electrónico; 3) las instituciones de giro postal facultadas en virtud de la legislación nacional para prestar servicios de pago; 4) el BCE y los BCN cuando no actúen en su condición de autoridad monetaria u otras autoridades públicas; 5) los Estados miembros y sus autoridades regionales y locales, cuando no actúen en su condición de autoridades públicas, y 6) las entidades de pago reguladas en la Directiva 2007/64/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de noviembre.

tivos asociados a dicha cuenta de pago; 2) un glosario explicativo de dichos términos normalizados, y 3) las comisiones aplicables a cada uno de los servicios que el proveedor ofrece. En la norma se detallan las características mínimas del documento informativo, que, entre otros aspectos, deberá ser breve, claro y fácilmente entendible por el consumidor. Lo pondrán a su disposición de un modo accesible, incluso a las personas que no sean clientes, en locales de los proveedores de servicios de pago a los que tengan acceso los consumidores y, en la medida de lo posible, en formato electrónico en sus sitios web. También se proporcionará gratuitamente a cualquier consumidor que lo solicite.

Con el fin de poder comparar las comisiones de varios proveedores de servicios de pago, los consumidores deberán tener acceso gratuito, al menos, a un sitio web que permita comparar, como mínimo, las comisiones que se aplican por los servicios incluidos en la lista definitiva a escala nacional. Dicho sitio web podrá ser gestionado por un operador privado o por una autoridad pública.

SERVICIO DE TRASLADO DE CUENTAS DE PAGO

Los proveedores de servicios de pago deberán prestar al consumidor el servicio de traslado entre cuentas de pago denominadas en la misma moneda⁷¹. En la norma se establecen los plazos para que el proveedor de servicios de pago receptor solicite al transmisor las operaciones vinculadas a la cuenta de pago, como las órdenes permanentes de transferencia de créditos y las órdenes de domiciliación de adeudos. Igualmente, se establecen los plazos para que, una vez recibida la solicitud del receptor, el proveedor de servicios de pago transmisor lleve a cabo el traslado de la documentación solicitada, proceda a la cancelación de las órdenes de transferencia y domiciliación, transfiera el saldo acreedor remanente, y realice el cierre de la cuenta de pago.

En relación con la apertura transfronteriza de cuentas de pago en otro Estado miembro, el proveedor de servicios de pago prestará al consumidor determinada asistencia, como la transferencia gratuita al consumidor de una lista de la totalidad de las órdenes permanentes de transferencia vigentes y las órdenes de domiciliación de adeudos domiciliados, la transferencia del saldo acreedor remanente de la cuenta de pago y el cierre de la cuenta de pago abierta por el consumidor.

ACCESO A CUENTAS DE PAGO BÁSICAS

Los Estados miembros velarán para que los consumidores que residan legalmente en la Unión Europea, incluidos los consumidores que no tengan domicilio fijo, los solicitantes de asilo y los consumidores a los que no se haya concedido un permiso de residencia, pero cuya expulsión sea imposible por razones jurídicas o, de hecho, tengan derecho a abrir y utilizar una cuenta de pago básica⁷² en entidades de crédito situadas en su territorio. Este derecho será válido con independencia del lugar de residencia del consumidor. Igualmente, los Estados miembros procurarán que la oferta de cuentas de pago básicas no proceda solo de entidades de crédito, sino que se haga extensible al resto de los proveedores de servicios de pago.

71 El servicio de traslado de cuenta es la transmisión, a petición del consumidor, de un proveedor de servicios de pago a otro proveedor de servicios de pago, ya sea de la información relativa a la totalidad o parte de las órdenes permanentes de transferencia, los adeudos domiciliados periódicos y las transferencias entrantes periódicas que se ejecuten en una cuenta de pago o la transferencia de cualquier saldo acreedor de una cuenta de pago a otra, o ambas cosas, con o sin cierre de la antigua cuenta de pago.

72 La cuenta de pago básica deberá permitir, como mínimo, los siguientes servicios: 1) efectuar todas las operaciones necesarias para la apertura, utilización y cierre de una cuenta de pago; 2) depositar dinero en efectivo en una cuenta de pago; 3) retirar dinero en efectivo de una cuenta de pago, y 4) realizar operaciones de pago (como adeudos domiciliados, operaciones mediante tarjeta de pago, incluidos los pagos en línea y transferencia de fondos, incluidas órdenes permanentes).

Las entidades de crédito deberán ofrecer los servicios vinculados a una cuenta de pago básica sin cargo alguno o aplicando una comisión razonable, para lo cual se tendrán en cuenta los siguientes criterios: 1) los niveles nacionales de renta, y 2) las comisiones medias aplicadas por las entidades de crédito en el Estado miembro de que se trate por los servicios prestados en relación con las cuentas de pago.

Por su lado, los Estados miembros deberán adoptar medidas adecuadas, dirigidas a que las entidades de crédito pongan gratuitamente a disposición de los consumidores información y asistencia accesibles y gratuitas sobre las características específicas de sus cuentas de pago básicas, las comisiones aplicadas y las condiciones de utilización, reseñando que para el acceso a dichas cuentas no es obligatorio adquirir otros servicios.

SUPERVISIÓN, RESOLUCIÓN
DE LITIGIOS Y RÉGIMEN
SANCIONADOR

Los Estados miembros designarán a las ANC facultadas para velar por la aplicación y ejecución de la Directiva, y les otorgarán las competencias de investigación y ejecución y los recursos necesarios para el desempeño efectivo de sus funciones. Asimismo, las ANC de los Estados miembros intercambiarán información y colaborarán en cualquier investigación o en las actividades de supervisión.

Por otro lado, los Estados miembros velarán para que los consumidores tengan acceso a procedimientos alternativos efectivos y eficientes para la resolución de los litigios relacionados con los derechos y obligaciones establecidos en la Directiva.

Finalmente, los Estados miembros establecerán normas sobre las sanciones aplicables en caso de infracción por incumplimiento de las disposiciones establecidas en la Directiva y adoptarán todas las medidas necesarias para garantizar su ejecución.

**Medidas urgentes
en materia concursal**

Se ha publicado el *Real Decreto-ley 11/2014, de 5 de septiembre (BOE del 6)*, de medidas urgentes en materia concursal (en adelante, el Real Decreto-ley), que, entre otras finalidades, pretende extender las reformas introducidas por el Real Decreto-ley 4/2014⁷³ en la fase preconcursal (acuerdos de refinanciación) al propio convenio del concurso, con el principal objetivo de facilitar los acuerdos que permitan la supervivencia de empresas económicamente viables que entren en un proceso concursal.

A continuación se resaltan las novedades más relevantes de esta norma, que entró en vigor el 7 de septiembre.

NOVEDADES GENERALES
DEL CONVENIO CONCURSAL

Se realizan ciertas modificaciones en las propuestas del convenio orientadas a preservar la existencia de la empresa. Entre ellas, siguiendo la normativa actual, las propuestas no podrán consistir en la liquidación global del patrimonio del concursado para satisfacción de sus deudas, ni en la alteración de la clasificación de créditos establecida por la ley, ni de la cuantía de los mismos fijada en el procedimiento, sin perjuicio de las quitas que pudieran acordarse y de la posibilidad de fusión, escisión o cesión global de activo y pasivo de la persona jurídica concursada. Ahora, el Real Decreto-ley precisa que solo podrá incluirse la cesión en pago de aquellos bienes o derechos a los acreedores siempre que no resulten necesarios para la continuación de la actividad profesional o empresarial y que su valor razonable sea igual o inferior al crédito que se extingue. Si fuera superior, la

⁷³ El Real Decreto-ley 4/2014, de 7 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial. Véase «Regulación financiera: primer trimestre de 2014», *Boletín Económico*, abril de 2014, Banco de España, pp. 162-166. Recientemente, el Real Decreto-ley 4/2014 ha sido elevado a rango de ley, mediante la Ley 17/2014, de 30 de septiembre (BOE del 1 de octubre), por la que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial.

diferencia se deberá integrar en la masa activa. En ningún caso se impondrá la cesión en pago a los acreedores públicos.

Se atribuye, por primera vez, derecho de voto en la junta de acreedores a los que adquieran sus créditos con posterioridad a la declaración de concurso, salvo que fueran personas especialmente relacionadas con el concursado, ya que en este caso tendrían la consideración de créditos subordinados (carecen de derecho de voto y quedan vinculados al convenio). Con ello, se fomenta la existencia de un mercado de dichos créditos que les permita obtener liquidez en una situación de concurso de su deudor, sin tener que esperar a la liquidación final.

Asimismo, se amplía la lista de personas especialmente relacionadas con el concursado a las siguientes: 1) las personas jurídicas controladas por el concursado o por sus familiares o sus administradores de hecho o de derecho; 2) las personas jurídicas que formen parte del mismo grupo de empresas controladas por el concursado, y 3) las personas jurídicas de las que las personas descritas en los números anteriores sean administradores de hecho o de derecho.

Por otro lado, se modifican los quórum necesarios para la aceptación de propuestas de convenio de los créditos ordinarios. Anteriormente bastaba que votaran a favor, al menos, el 50 % del pasivo ordinario del concurso⁷⁴, estableciendo un límite general en las propuestas de quita y de espera (en concreto, las proposiciones de quita no podían exceder del 50 % del importe de cada uno de ellos, y las de espera de los cinco años). Ahora el Real Decreto-ley elimina dicho límite y establece diferentes mayorías según los términos del citado convenio:

- Con un 50 % del pasivo ordinario a favor, se podrán aceptar ofertas que impliquen: 1) quitas iguales o inferiores a la mitad del importe del crédito; 2) esperas, ya sean de principal, de intereses o de cualquier otra cantidad adeudada, con un plazo no superior a cinco años, o 3) en el caso de acreedores distintos de los públicos o los laborales, la conversión de deuda en préstamos participativos durante el mismo plazo.
- Con un 65 % del pasivo ordinario a favor, los acreedores quedarán sometidos a: 1) quitas superiores a la mitad del importe del crédito; 2) esperas con un plazo de más de cinco años, pero en ningún caso superior a diez; 3) en el caso de acreedores distintos de los públicos o los laborales, la conversión de deuda en préstamos participativos por el mismo plazo, acciones o participaciones, y 4) en el caso de acreedores distintos de los públicos, la cesión de bienes o derechos en pago de créditos, siempre que estos no resulten necesarios para la continuación de la actividad empresarial.

Se introduce igualmente la regla ya aprobada respecto a los convenios preconcursales (acuerdos de refinanciación) en lo referente a la mayoría máxima exigible para los pactos de sindicación, que será del 75 % del pasivo afectado por el acuerdo en régimen de sindicación, salvo que las normas que regulan la sindicación establezcan una mayoría inferior, en cuyo caso será de aplicación esta última.

74 Como ya estaba establecido, los créditos privilegiados no computan para el cálculo de las mayorías sobre el pasivo que se necesitan para la aceptación de una propuesta de convenio. Por su parte, los créditos subordinados tampoco computan para el cálculo de las mayorías, no tendrán derecho a voto, pero quedarán afectados por el contenido del convenio.

Por último, se establece asimismo un mecanismo para permitir que las medidas de este Real Decreto-ley puedan aplicarse, por una sola vez, a los convenios adoptados al amparo de la legislación anterior, siempre que se den mayorías reforzadas (superiores a las exigidas para la aprobación del convenio) y que así lo apruebe un juez.

Se introducen provisiones análogas a los acuerdos de refinanciación, conforme estableció el Real Decreto-ley 4/2014, en lo que se refiere a la valoración de las garantías sobre las que recae el privilegio especial. De este modo, el privilegio especial solo alcanzará a la parte del crédito que no exceda del valor de la garantía que conste en la lista de acreedores. La parte del crédito que exceda dicho valor no tendrá privilegio especial y será calificado según su naturaleza.

De igual modo que en los acuerdos preconcursales, el valor de la garantía se calculará del siguiente modo: se reducirá un 10 % del valor razonable⁷⁵ del bien o derecho sobre el que esté constituida la garantía, y del 90 % restante se deducirá el importe de los créditos pendientes que gocen de garantía preferente sobre el mismo bien.

Por otro lado, el Real Decreto-ley agrupa a los acreedores privilegiados en las siguientes clases (sin distinción entre privilegio general o especial⁷⁶): 1) laborales, entendiéndose por tales los acreedores de derecho laboral; 2) los acreedores de derecho público; 3) los financieros, entendiéndose por tales los titulares de cualquier endeudamiento financiero con independencia de que estén o no sometidos a supervisión financiera, y 4) el resto de los acreedores, entre los cuales se incluirán los acreedores por operaciones comerciales.

En la normativa anterior, los créditos privilegiados solo quedaban vinculados al contenido del convenio si hubieren votado a favor de la propuesta o si su firma o adhesión a aquella se hubiere computado como voto favorable, pero nunca se les podían imponer los términos del mismo. Ahora el Real Decreto-ley introduce, como novedad, que también quedarán vinculados a los convenios cuando concurren ciertas mayorías dentro de su misma clase:

- Del 60 %, si dichas medidas implican: 1) quitas iguales o inferiores a la mitad del importe del crédito; 2) esperas, ya sean de principal, de intereses o de cualquier otra cantidad adeudada, con un plazo no superior a cinco años, o 3) en el caso de acreedores distintos de los públicos o los laborales, la conversión de deuda en préstamos participativos por el mismo plazo.
- Del 75 %, cuando se trate de: 1) quitas superiores al 50 % del importe del crédito; 2) esperas con un plazo de más de cinco años, pero en ningún caso superior a diez; 3) en el caso de acreedores distintos de los públicos o los laborales, la conversión de deuda en préstamos participativos por el mismo plazo, acciones o participaciones, y 4) en el caso de acreedores distintos de los públicos, la cesión de bienes o derechos en pago de créditos, siempre que estos no resulten necesarios para la continuación de la actividad empresarial.

⁷⁵ El cálculo del valor razonable depende de la naturaleza del bien. Para valores mobiliarios que coticen en un mercado secundario oficial será su precio medio en el trimestre anterior a la fecha de declaración del concurso. Para bienes inmuebles será el estimado por una sociedad de tasación inscrita en el Banco de España. Para otros tipos de bienes será el calculado por un experto independiente.

⁷⁶ Los acreedores con privilegio especial son aquellos cuyos créditos están garantizados con activos de la empresa. Los acreedores con privilegio general son principalmente trabajadores y acreedores públicos, además de la parte de la nueva financiación concedida a la empresa concursada que no se incluye en los créditos contra la masa.

En materia de liquidación, se pretende garantizar, en lo posible, la continuación de la actividad empresarial, facilitando fundamentalmente la venta del conjunto de los establecimientos y explotaciones del concursado o de cualesquiera otras unidades productivas.

De este modo, en caso de transmisión de unidades productivas, se cederán al adquirente los derechos y obligaciones derivados de contratos afectos a la continuidad de la actividad profesional o empresarial cuya resolución no hubiera sido solicitada. Salvo que el adquirente se haya manifestado expresamente en contra, se subrogará en la posición contractual de la concursada sin necesidad de consentimiento de la otra parte. Igualmente se cederán aquellas licencias o autorizaciones administrativas afectas a la continuidad de la actividad empresarial o profesional, siempre que el adquirente continuase la actividad en las mismas instalaciones.

La transmisión no llevará aparejada obligación de pago de los créditos no satisfechos por el concursado, ya sean concursales o contra la masa, salvo que el adquirente la hubiera asumido expresamente o existiera disposición legal en contrario. Esta exclusión no se aplicará cuando los adquirentes de las unidades productivas sean personas especialmente relacionadas con el concursado.

En relación con el plan de liquidación, se introduce una disposición novedosa, que consiste en que el juez puede acordar la retención de un 10 % de la masa activa destinado a satisfacer futuras impugnaciones, como los pronunciamientos judiciales que se emitan en los recursos de apelación que pudieran interponerse frente a actos de liquidación. Dicha cantidad se liberará cuando los recursos de apelación hayan sido resueltos o cuando el plazo para su interposición haya expirado. La parte del remanente que hubiera quedado libre tras la resolución o expiración del plazo de interposición de los recursos, será asignada de acuerdo con el orden de prelación legalmente establecido, teniendo en cuenta la parte de créditos que ya hubieran sido satisfechos.

Por otro lado, se realizan ciertas modificaciones en las reglas legales supletorias en caso de no aprobarse el plan de liquidación. Así, en el supuesto de enajenación del conjunto de la empresa o de determinadas unidades productivas de ella mediante subasta, se fijará un plazo para la presentación de ofertas de compra de la empresa, facultando al juez para que, entre ofertas cuyo precio no difiera en más del 10 % de la inferior, acuerde la adjudicación a esta cuando considere que garantiza en mayor medida la continuidad de la empresa o, en su caso, de las unidades productivas y de los puestos de trabajo, así como la mejor satisfacción de los créditos de los acreedores.

Si la subasta quedara desierta, el juez podrá acordar la realización no solo a través de enajenación directa, sino, como novedad, a través de persona o entidad especializada, cuando considere, a la vista del informe de la administración concursal, que es la forma más idónea para salvaguardar los intereses del concurso. La transmisión mediante entidad especializada se realizará con cargo a las retribuciones de la administración concursal.

En la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito⁷⁷, se matiza que los créditos transmitidos a la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb) se tendrán en consideración a efectos del cómputo de las mayorías necesarias para adoptar los acuerdos homologados

⁷⁷ Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2012», *Boletín Económico*, enero de 2013, Banco de España, pp. 129-135.

judicialmente, regulados en el Real Decreto-ley 4/2014, de 7 de marzo, aun cuando la Sareb tuviera la consideración de persona especialmente relacionada con el deudor.

Se introducen determinadas especialidades en materia de insolvencia de empresas concesionarias de obras y servicios públicos o contratistas de las administraciones públicas. En concreto, se podrá acordar la acumulación de los procesos concursales ya iniciados cuando se formulen propuestas de convenio que afecten a todos ellos, pudiendo ser presentadas las propuestas de convenio por las administraciones públicas, incluidos los organismos, entidades y sociedades mercantiles vinculadas o dependientes de ellas. La competencia para la tramitación de los concursos acumulados se regirá conforme a la Ley Concursal.

Se prevé la creación de un portal de acceso telemático en el que figurará una relación de las empresas en fase de liquidación concursal y cuanta información resulte necesaria para facilitar su enajenación. También se prevé la creación de una comisión de seguimiento de prácticas de refinanciación y reducción de sobreendeudamiento, que tendrá las siguientes funciones: 1) realizar un seguimiento de la efectividad de las medidas adoptadas por este Real Decreto-ley en materia concursal y de refinanciación preconcursal de deuda, y sobre la evolución del endeudamiento del sector privado y sus implicaciones macroeconómicas; 2) evaluar su aplicación y, en su caso, proponer al Gobierno las reformas que resulte conveniente acometer para facilitar la reestructuración preconcursal o concursal de deuda de empresas económicamente viables, y 3) verificar el cumplimiento de los códigos de buenas prácticas que se puedan adoptar en materia de refinanciación preconcursal de deudas.

Se resuelven ciertas dudas interpretativas sobre la negociación de los valores emitidos por un fondo de titulización de activos dirigidos exclusivamente a inversores institucionales, reseñando que su transmisión solo se podrá realizar entre inversores pertenecientes a dicha categoría, y solo podrán ser objeto de negociación en un sistema multilateral de negociación en el que la suscripción y negociación de valores esté restringida a inversores cualificados.

Se modifica la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil, para adaptarla a la reciente Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 17 de julio de 2014. Con ello, el deudor hipotecario podrá interponer recurso de apelación contra el auto que desestime su oposición a la ejecución, si esta se fundaba en la existencia de una cláusula contractual abusiva que constituya el fundamento de la ejecución o la cantidad exigible.

Por último, se amplía la suspensión de la aplicación de lo dispuesto en el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto-legislativo 1/2010, de 2 de julio, respecto al derecho de separación en caso de falta de distribución de dividendos⁷⁸ del 31 de diciembre de 2014 al 31 de diciembre de 2016.

Se ha publicado el *Real Decreto 636/2014, de 25 de julio (BOE del 30)*, por el que se crea la Central de Información Económico-Financiera de las Administraciones Públicas (CIEF), y se regula la remisión de información por el Banco de España y las entidades financieras al Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

Información económico-financiera de las Administraciones Públicas

⁷⁸ El artículo 348 bis establece que, a partir del quinto ejercicio, a contar desde la inscripción en el Registro Mercantil de la sociedad, el socio que hubiera votado a favor de la distribución de los beneficios sociales tendrá derecho de separación en el caso de que la junta general no acuerde la distribución como dividendo de, al menos, un tercio de los beneficios propios de la explotación del objeto social obtenidos durante el ejercicio anterior, que sean legalmente repartibles.

A continuación se reseñan los aspectos más relevantes del Real Decreto, que entró en vigor el 31 de julio.

CENTRAL DE INFORMACIÓN
ECONÓMICO-FINANCIERA

Se crea el CIEF, conforme lo había previsto la Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera, a través de la cual se proveerá, con carácter público, de información sobre la actividad económico-financiera de las distintas Administraciones Públicas en el portal web del Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

La gestión de la CIEF será competencia del órgano adscrito al Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas que se establezca en su normativa de desarrollo. Este se encargará, entre otras funciones, de proveer y coordinar la información económico-financiera de las diferentes Administraciones Públicas que deba publicarse a través de la CIEF, y el archivo y custodia de dicha información.

Los sujetos obligados son los departamentos ministeriales en los que se estructura la Administración General del Estado, así como sus entidades u organismos dependientes o vinculados, que suministrarán la información con periodicidad mensual.

Entre la información que se publicará a través de la CIEF, cabe reseñar la siguiente: 1) las previsiones utilizadas para la planificación presupuestaria, así como la metodología, supuestos y parámetros en los que se basen; 2) la participación de las Entidades Locales en los tributos del Estado; 3) el endeudamiento del Estado, las Comunidades Autónomas y Corporaciones Locales; 4) el período medio de pago de las Administraciones Públicas, y 5) el coste efectivo de los servicios de las Entidades Locales.

En caso de incumplimiento de esta obligación, se establecen en la norma las medidas que se aplicarán a los sujetos incumplidores.

OBLIGACIONES
DE INFORMACIÓN
DEL BANCO DE ESPAÑA
Y DE LAS ENTIDADES
FINANCIERAS

El Banco de España remitirá, cada mes, al Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas la información que las entidades financieras hayan suministrado a la Central de Información de Riesgos (CIR), relativa a las operaciones de crédito que hubieran concertado con las Administraciones Públicas, incluidos los avales, reavales o cualquier otra clase de garantías otorgadas en el marco de estas operaciones de crédito. También deberá facilitar su posición deudora u otros datos concretos relativos a su endeudamiento o determinadas operaciones de crédito.

Por su parte, el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas podrá solicitar a las entidades financieras otra información relativa a las operaciones de crédito e información sobre avales, reavales o cualquier otra clase de garantías concertadas con las Administraciones Públicas y sus entidades y organismos dependientes, diferente a la suministrada a la CIR, cuando esta sea insuficiente o fuera necesario conocer información más detallada sobre determinadas operaciones de crédito.

Igualmente, se regulan las medidas en caso de incumplimiento de las obligaciones de suministro de la mencionada información.

**Medidas urgentes
para el crecimiento,
la competitividad
y la eficiencia**

Se ha publicado el *Real Decreto-ley 8/2014, de 4 de julio (BOE del 5)*, de aprobación de medidas urgentes para el crecimiento, la competitividad y la eficiencia, que entró en vigor el 5 de julio.

Desde el punto de vista financiero y fiscal se reseñan a continuación las novedades más relevantes.

Se potencian las funciones del Fondo para Operaciones de Inversión en el Exterior de la Pequeña y Mediana Empresa (FONPYME)⁷⁹ para promover la internacionalización de la actividad de las pymes. De este modo, con cargo al FONPYME podrán tomarse participaciones temporales, minoritarias y directas en fondos de capital expansión o a través de cualesquiera instrumentos participativos con apoyo oficial ya existentes o que se establezcan, y en fondos de inversión privados, que fomenten la internacionalización de la empresa.

Por otro lado, se establece que el Instituto de Crédito Oficial (ICO) pondrá en marcha un programa de garantías y avales a favor de organismos multilaterales e instituciones financieras internacionales con el fin de favorecer la financiación y la internacionalización de la empresa española. Su importe total asciende a 1.200 millones de euros, con una duración de un año, contado a partir del pasado 5 de julio, fecha de entrada en vigor de esta norma. Los avales y garantías otorgados por el ICO en el marco de este programa gozarán frente a terceros de la garantía del Estado. Dicha garantía tiene el carácter de explícita, irrevocable, incondicional y directa.

Se regulan los límites máximos de las tasas de intercambio exigibles en las operaciones de pago que se realicen en terminales de punto de venta situados en España, por medio de tarjeta de débito o de crédito⁸⁰, con independencia del canal de comercialización utilizado, en el que concurren proveedores de servicios de pago establecidos en España⁸¹.

Las tasas de intercambio son las comisiones o retribuciones pagadas por cada operación efectuada entre los proveedores de servicios de pago del ordenante y del beneficiario que intervengan en una operación de pago mediante tarjeta. Cualquier comisión, retribución o compensación neta recibida por un proveedor de servicios de pago emisor de tarjetas de pago, con respecto a estas operaciones o actividades auxiliares asociadas a ellas, será considerada parte de la tasa de intercambio.

En las operaciones efectuadas con tarjetas de débito, la tasa de intercambio por operación no será superior al 0,2 % del valor de la operación, con un máximo de 7 céntimos de euro. En el caso en el que el importe de la operación no exceda de 20 euros, la citada tasa no será superior al 0,1 % del valor de la operación. En las operaciones con tarjeta de crédito, la tasa no será superior al 0,3 % del valor de la operación. Si el importe de la operación no excede de 20 euros, no será superior al 0,2 % del valor de la operación.

Asimismo, se prohíbe que los beneficiarios de las operaciones de pago repercutan al ordenante (consumidor usuario de estos servicios) gastos o cuotas adicionales por la utilización de la tarjeta de débito o de crédito.

⁷⁹ El FONPYME, creado por la Ley 66/1997, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social, está destinado a la promoción de la internacionalización de la actividad de las pymes, a través de participaciones temporales, minoritarias y directas en el capital social de empresas españolas para su internacionalización o de empresas situadas en el exterior, y, en general, en los fondos propios de las empresas, a través de cualesquiera instrumentos participativos.

⁸⁰ Se excluyen de la medida las operaciones realizadas con tarjetas de empresa y las retiradas de efectivo en cajeros automáticos. Tampoco se aplicarán estos límites a los esquemas tripartitos (tales como PayPal, American Express o Diners), salvo en el caso de que estos concedan licencias a otros proveedores de servicios de pago para la emisión o adquisición de tarjetas de pago.

⁸¹ De este modo, se anticipa la aplicación del futuro reglamento de la Unión Europea sobre las tasas de intercambio para operaciones de pago basadas en una tarjeta, cuyo objetivo consiste en regular y limitar las tasas de intercambio en el ámbito de los servicios de pago en la Unión Europea.

Los proveedores de servicios de pago deberán informar al Banco de España de las tasas de descuento⁸² y de intercambio percibidas por los servicios de pago en operaciones con tarjeta. Esta información estará disponible en la página electrónica del Banco de España.

El Ministerio de Economía y Competitividad, en el seno del Observatorio de Pagos con Tarjeta Electrónica, creado por Acuerdo del Consejo de Ministros de 2 de junio de 2006, realizará un seguimiento de la aplicación de esta normativa y, en particular, de sus efectos sobre las operaciones de pequeño importe. También se vigilará el efecto que, sobre los costes repercutidos por los proveedores de servicios de pago sobre el comercio y sobre los consumidores usuarios de servicios de pago, pudiera tener la limitación de las tasas de intercambio establecidas.

Estas disposiciones limitadoras de las tasas tendrán la consideración de normas de ordenación y disciplina, de forma que su incumplimiento será sancionado de acuerdo con lo previsto en la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito. Las limitaciones a las tasas de intercambio se aplican desde el pasado 1 de septiembre.

MEDIDAS FISCALES

En lo referente al impuesto sobre los depósitos en las entidades de crédito, regulado en la Ley 16/2012, de 27 de diciembre⁸³, se eleva el tipo de gravamen, con efectos desde el 1 de enero de 2014, del 0 % al 0,03 %. La recaudación obtenida se distribuirá entre las Comunidades Autónomas en función de donde radiquen la sede central o las sucursales de los contribuyentes en las que se mantengan los fondos de terceros gravados. Para ello, las entidades de crédito deberán desagregar el importe resultante por cada Comunidad Autónoma donde se mantengan los fondos de terceros gravados. También deberán desagregar el importe resultante correspondiente a los fondos mantenidos mediante sistemas de comercialización electrónicos (no presenciales).

Por otro lado, las entidades de crédito están obligadas a presentar una autoliquidación de pago a cuenta de este impuesto en el mes de julio de cada ejercicio, correspondiente al período impositivo de ese ejercicio, por importe del 50 % de la cuantía resultante de aplicar el tipo de gravamen a la base imponible del período impositivo anterior. En este último aspecto hay que destacar que el pago a cuenta correspondiente al período impositivo de 2014, que habría de realizarse en el mes de julio, de acuerdo con lo anterior, se presentará en el mes de diciembre de 2014 y su importe será el 50 % de la cuantía resultante de aplicar el tipo de gravamen a la base imponible que derive de los estados financieros individuales del contribuyente de 2013. Finalmente, se introducen ciertas mejoras técnicas en la configuración de la base imponible del impuesto.

En relación con el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), se introducen tres modificaciones relevantes:

- 1) Con efectos desde el 1 de enero de 2014 y ejercicios anteriores no prescritos, se declaran exentas las ganancias patrimoniales que se pongan de manifiesto como consecuencia de la dación en pago o de un procedimiento de ejecución

⁸² Por tasa de descuento se entiende toda comisión o retribución pagada por el beneficiario de la operación de pago a su proveedor de servicios de pago por cada operación realizada mediante tarjeta, compuesta por la tasa de intercambio, la comisión de procesamiento y del sistema de pagos y el margen del adquirente.

⁸³ La Ley 16/2012, de 27 de diciembre, por la que se adoptan diversas medidas tributarias dirigidas a la consolidación de las finanzas públicas y al impulso de la actividad económica.

hipotecaria que afecte a la vivienda habitual del deudor hipotecario o garante de este, para la cancelación de deudas garantizadas con hipoteca que recaiga sobre ella. No resultará de aplicación esta exención cuando el propietario de la vivienda habitual disponga de otros bienes o derechos en cuantía suficiente para satisfacer la totalidad de la deuda hipotecaria y evitar la enajenación de la vivienda.

En línea con la medida aprobada para el IRPF, con efectos desde el 1 de enero de 2014, así como para los hechos imponible anteriores a dicha fecha no prescritos, se declaran exentas en el impuesto sobre el incremento de valor de los terrenos de naturaleza urbana las transmisiones de la vivienda habitual realizadas por personas físicas mediante dación en pago o como consecuencia de un procedimiento de ejecución hipotecaria.

- 2) Con efectos desde el 1 de enero de 2014, se permite la compensación de las rentas negativas de la base del ahorro derivadas de deuda subordinada o de participaciones preferentes, o de valores recibidos a cambio de estos instrumentos, generadas con anterioridad al 1 de enero de 2015, con otras rentas positivas incluidas en la base del ahorro, o en la base general, procedentes de la transmisión de elementos patrimoniales. Si tras dicha compensación quedase saldo negativo, su importe se podrá compensar en los cuatro años siguientes.
- 3) A partir del 5 de julio —fecha de entrada en vigor de este Real Decreto-ley— se reduce el porcentaje de las retenciones e ingresos a cuenta del 19 % al 15 %, en el caso de los rendimientos derivados de actividades profesionales, cuando se cumplan dos condiciones: 1) que en el ejercicio anterior los rendimientos íntegros derivados de estas actividades hubieran sido inferiores a 15.000 euros, y 2) que representen más del 75 % de la suma de los rendimientos íntegros de actividades económicas y del trabajo obtenidos por el contribuyente en dicho ejercicio.

OTRAS MEDIDAS

El Real Decreto-ley permite que, durante 2014, las entidades locales puedan concertar nuevas operaciones de endeudamiento para cancelar parcial o totalmente sus deudas pendientes con el Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores, siempre que se cumplan todos los requisitos establecidos en la norma, entre otros, que: 1) las nuevas operaciones tengan, como máximo, el mismo período de amortización que reste para la cancelación completa de las operaciones de crédito que la entidad local tenga suscritas con el mencionado fondo, y 2) las nuevas operaciones generen una disminución de la carga financiera que conlleve un ahorro financiero.

3.10.2014.

ÍNDICE

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

PRINCIPALES MACROMAGNITUDES

- 1.1 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2008 = 100.
Componentes de la demanda. España y zona del euro 4*
- 1.2 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2008 = 100.
Componentes de la demanda. España: detalle 5*
- 1.3 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2008 = 100.
Ramas de actividad. España 6*
- 1.4 PIB. Deflatores implícitos. España 7*

ECONOMÍA INTERNACIONAL

- 2.1 PIB a precios constantes. Comparación internacional 8*
- 2.2 Tasas de paro. Comparación internacional 9*
- 2.3 Precios de consumo. Comparación internacional 10*
- 2.4 Tipos de cambio bilaterales e índices del tipo de cambio efectivo nominal y real del euro, del dólar estadounidense y del yen japonés 11*
- 2.5 Tipos de intervención de los bancos centrales y tipos de interés a corto plazo en mercados nacionales 12*
- 2.6 Rendimientos de la deuda pública a diez años en mercados nacionales 13*
- 2.7 Mercados internacionales. Índice de precios de materias primas no energéticas. Precios del petróleo y del oro 14*

DEMANDA NACIONAL Y ACTIVIDAD

- 3.1 Indicadores de consumo privado. España y zona del euro 15*
- 3.2 Encuesta de inversiones en la industria (excepto construcción).
España 16*
- 3.3 Construcción. Indicadores de obras iniciadas y consumo de cemento.
España 17*
- 3.4 Índice de producción industrial. España y zona del euro 18*
- 3.5 Encuesta de coyuntura industrial: industria y construcción. España y zona del euro (CNAE 2009) 19*
- 3.6 Encuesta de coyuntura industrial: utilización de la capacidad productiva.
España y zona del euro (CNAE 2009) 20*
- 3.7 Diversas estadísticas de turismo y transporte. España 21*

MERCADO DE TRABAJO

- 4.1 Población activa. España 22*
- 4.2 Ocupados y asalariados. España y zona del euro 23*
- 4.3 Empleo por ramas de actividad. España 24*
- 4.4 Asalariados por tipo de contrato y parados por duración. España 25*
- 4.5 Paro registrado por ramas de actividad. Contratos y colocaciones.
España 26*
- 4.6 Convenios colectivos. España 27*
- 4.7 Encuesta trimestral de coste laboral 28*
- 4.8 Costes laborales unitarios. España y zona del euro 29*

PRECIOS	5.1	Índice de precios de consumo. España. Base 2011=100	30*
	5.2	Índice armonizado de precios de consumo. España y zona del euro. Base 2005=100	31*
	5.3	Índice de precios industriales. España y zona del euro. Base 2010=100	32*
	5.4	Índices del valor unitario del comercio exterior de España	33*
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS	6.1	Capacidad (+) o Necesidad (-) de financiación según el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE)	34*
	6.2	Deuda según el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE)	35*
	6.3	Estado. Recursos y empleos según la Contabilidad Nacional. España	36*
	6.4	Estado. Operaciones financieras. España ¹	37*
	6.5	Estado. Deuda según el Protocolo de Déficit Excesivo. España ¹	38*
	6.6	Comunidades Autónomas. Capacidad (+) o Necesidad (-) de financiación según el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE)	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 ¹ (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 ¹ (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 ¹ (BE)	46*
	7.8	Activos de reserva de España ¹ (BE)	47*
	7.9	Deuda externa de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen ¹ (BE)	48*
MAGNITUDES FINANCIERAS	8.1	Balance consolidado del Eurosistema (A) y Balance consolidado del Banco de España (B). Préstamo neto a las entidades de crédito y sus contrapartidas (BE)	49*
	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*

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

TIPOS DE INTERÉS E ÍNDICES
DE COMPETITIVIDAD

- 8.8 Financiación bruta a las Administraciones Públicas, residentes en España (BE) 56*
- 8.9 Crédito de entidades de crédito y establecimientos financieros de crédito a otros sectores residentes. Detalle por finalidades 57*
- 8.10 Cuenta de resultados de entidades de depósito, residentes en España (BE) 58*
- 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 plazo¹ (BE) 62*
- 9.3 Tipos de interés de nuevas operaciones. Entidades de crédito y establecimientos financieros de crédito. (CBE 4/2002)¹ (BE) 63*
- 9.4 Índices de competitividad de España frente a la UE 28 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).

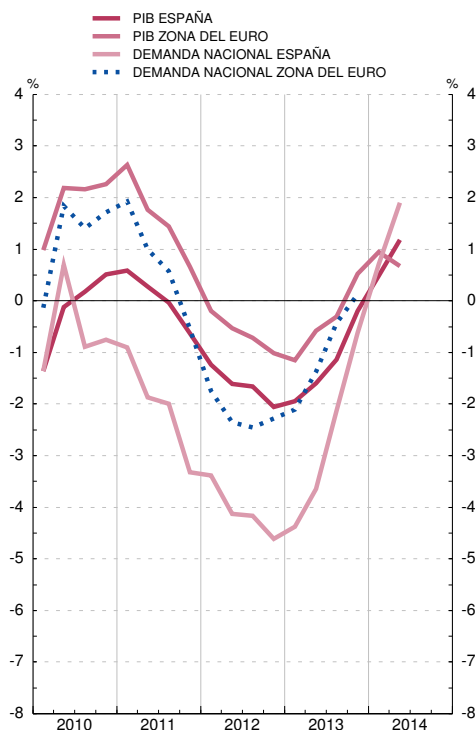
1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2008=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

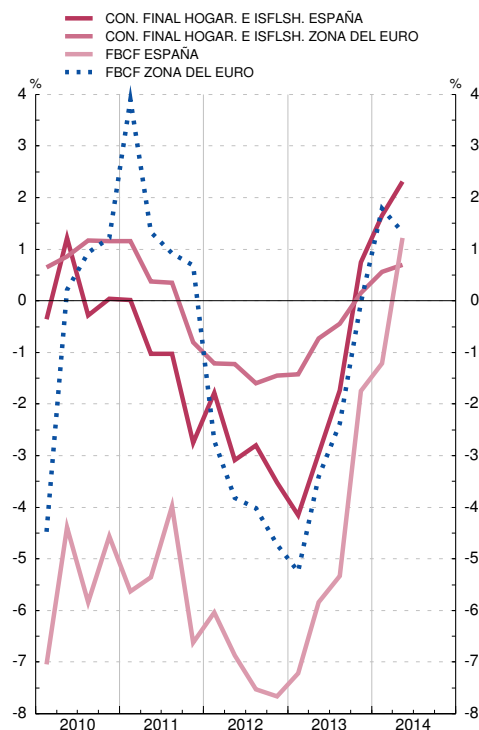
Tasas de variación interanual

		PIB		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH		Consumo final de las AAPP		Formación bruta de capital fijo		Demanda nacional		Exportaciones de bienes y servicios		Importaciones de bienes y servicios		Pro memoria: PIB pm precios corrientes (g)	
		España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro (c)	España	Zona del euro (d)	España	Zona del euro	España (e)	Zona del euro	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
11		0,1	1,6	-1,2	0,3	-0,5	-0,1	-5,4	1,7	-2,0	0,7	7,6	6,7	-0,1	4,7	1 046	9 419
12	P	-1,6	-0,6	-2,8	-1,4	-4,8	-0,6	-7,0	-3,8	-4,1	-2,2	2,1	2,7	-5,7	-0,8	1 029	9 484
13	A	-1,2	-0,4	-2,0	-0,6	-2,3	0,1	-5,1	-2,8	-2,7	-0,9	4,9	1,5	0,4	1 023	9 585	
11	///	-0,0	1,4	-1,0	0,4	-2,2	-0,4	-4,0	0,9	-2,0	0,6	7,2	5,9	0,0	3,9	261	2 361
	IV	-0,6	0,7	-2,8	-0,8	-0,7	-0,2	-6,6	0,7	-3,3	-0,5	4,2	3,6	-5,1	0,8	260	2 362
12	/	-1,2	-0,2	-1,8	-1,2	-4,9	-0,3	-6,0	-2,7	-3,4	-1,7	0,1	2,8	-6,9	-0,7	259	2 369
	II	-1,6	-0,5	-3,1	-1,2	-4,4	-0,6	-6,9	-3,8	-4,1	-2,3	0,5	3,4	-7,7	-0,7	258	2 371
	III	-1,7	-0,7	-2,8	-1,6	-4,9	-0,6	-7,5	-4,0	-4,2	-2,5	3,3	2,8	-4,6	-0,9	257	2 373
	IV	-2,1	-1,0	-3,5	-1,5	-5,0	-0,7	-7,7	-4,7	-4,6	-2,3	4,4	1,9	-3,5	-0,8	255	2 370
13	/	-1,9	-1,2	-4,2	-1,4	-2,3	-0,2	-7,2	-5,2	-4,4	-2,1	2,9	0,2	-4,9	-1,7	257	2 380
	II	-1,6	-0,6	-3,0	-0,7	-3,4	0,0	-5,8	-3,4	-3,6	-1,4	9,5	1,6	3,2	0,0	255	2 395
	III	-1,1	-0,3	-1,7	-0,4	0,2	0,6	-5,3	-2,4	-2,1	-0,4	3,5	1,0	0,6	0,9	255	2 400
	IV	-0,2	0,5	0,7	0,2	-3,5	0,2	-1,7	-0,0	-0,6	0,1	3,7	3,0	2,7	2,6	255	2 410
14	/	0,5	0,9	1,7	0,6	-0,2	0,7	-1,2	1,8	0,7	...	7,4	3,9	8,6	4,2	257	2 424
	II	1,2	0,7	2,3	0,7	1,1	0,8	1,2	1,3	1,9	...	1,7	2,0	3,9	2,8	257	2 428

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



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



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008) y Eurostat.

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

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

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

g. Miles de millones de euros.

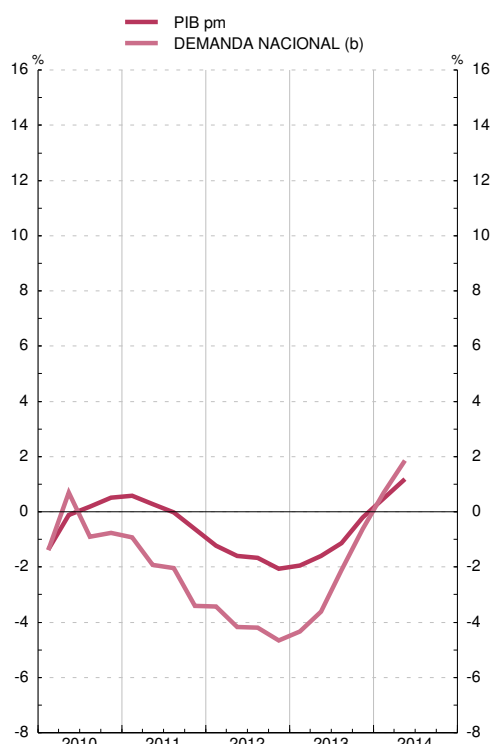
1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2008=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

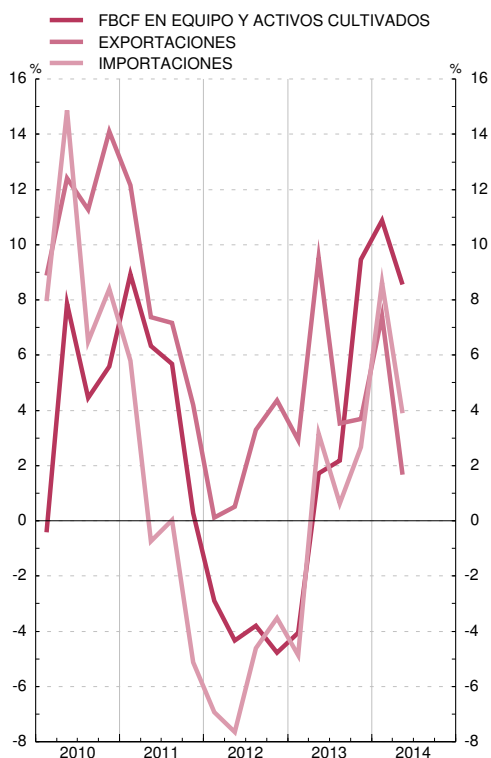
Tasas de variación interanual

		Formación bruta de capital fijo					Variación de existencias (b)	Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios				Pro memoria	
		Total	Activos fijos materiales			Activos fijos inmateriales		Total	Bienes	Servicios	Del cual Consumo final de no residentes en territorio económico	Total	Bienes	Servicios	Del cual Consumo final de residentes en el resto del mundo	Demanda nacional (b) (c)	PIB
			Total	Construcción	Bienes de equipo y activos cultivados												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
11	P	-5,4	-6,3	-10,8	5,3	7,8	-0,1	7,6	8,6	5,5	6,4	-0,1	0,5	-2,2	-4,9	-2,1	0,1
12	P	-7,0	-7,8	-9,7	-3,9	2,9	0,0	2,1	2,4	1,6	-0,5	-5,7	-7,2	-0,2	-7,4	-4,1	-1,6
13	A	-5,1	-5,5	-9,6	2,2	-0,2	0,0	4,9	7,2	-0,1	2,6	0,4	1,5	-3,7	1,4	-2,7	-1,2
11	///	-4,0	-4,9	-9,2	5,7	9,1	-0,1	7,2	7,5	6,5	6,2	0,0	-0,2	0,9	-3,1	-2,0	-0,0
IV	P	-6,6	-7,4	-10,6	0,3	4,0	-0,2	4,2	3,3	6,0	5,5	-5,1	-5,7	-3,0	-4,3	-3,4	-0,6
12	/	-6,0	-6,8	-8,6	-2,9	3,6	-0,1	0,1	-0,9	2,4	-0,1	-6,9	-8,0	-3,0	-9,4	-3,4	-1,2
II	P	-6,9	-7,6	-9,3	-4,3	2,6	-0,0	0,5	0,5	0,5	-1,3	-7,7	-10,1	1,4	-2,6	-4,2	-1,6
III	P	-7,5	-8,6	-10,9	-3,8	4,8	0,0	3,3	3,2	3,6	1,4	-4,6	-5,6	-0,9	-9,2	-4,2	-1,7
IV	P	-7,7	-8,3	-10,0	-4,8	0,4	0,1	4,4	6,5	-0,2	-2,0	-3,5	-4,9	1,7	-8,1	-4,7	-2,1
13	/	-7,2	-7,9	-9,8	-4,1	-0,3	-0,0	2,9	4,6	-0,7	0,8	-4,9	-5,6	-2,4	-3,8	-4,3	-1,9
II	A	-5,8	-6,1	-10,1	1,7	-3,3	-0,1	9,5	13,6	1,0	1,6	3,2	4,6	-1,9	-2,9	-3,6	-1,6
III	A	-5,3	-5,6	-9,8	2,2	-2,9	-0,1	3,5	6,5	-2,8	2,5	0,6	2,5	-6,1	5,0	-2,1	-1,1
IV	A	-1,7	-2,5	-8,6	9,5	6,0	-0,0	3,7	4,3	2,3	5,6	2,7	4,7	-4,5	7,4	-0,6	-0,2
14	/	-1,2	-1,8	-8,6	10,9	3,8	-0,0	7,4	7,2	7,8	5,9	8,6	10,1	3,4	4,1	0,7	0,5
II	A	1,2	1,1	-3,4	8,6	2,7	0,0	1,7	0,2	5,2	4,3	3,9	4,0	3,5	10,5	1,9	1,2

PIB. DEMANDA INTERNA
Tasas de variación interanual



PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. Aportación al crecimiento del PIB pm.

c. Demanda de los residentes dentro y fuera del territorio económico.

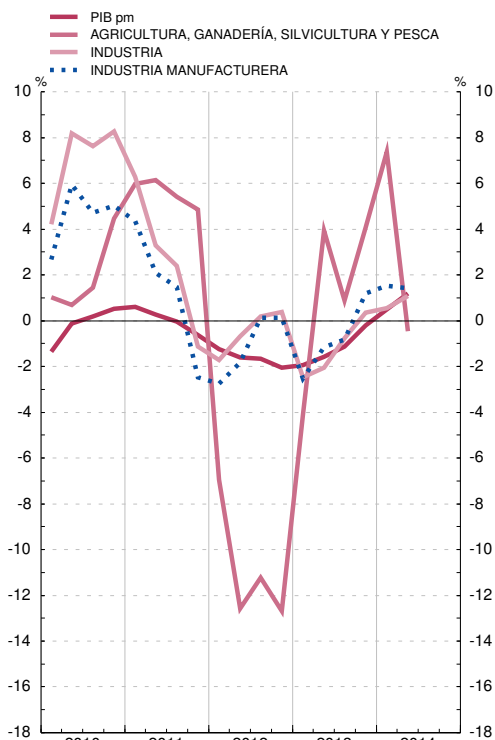
1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2008=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

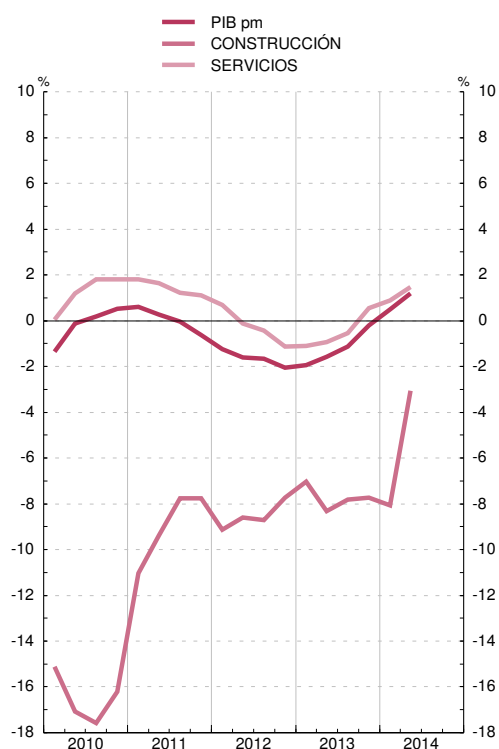
Tasas de variación interanual

		Producto interior bruto a precios de mercado	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Industria		Construcción	Servicios							Impuestos netos sobre los productos	
				Total	Industria manufacturera		Total	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales	Administración Pública, Sanidad y Educación		Actividades de artistas, recreativas y otros servicios
11	P	0,1	5,6	2,7	1,3	-9,0	1,4	1,3	0,3	-3,2	3,0	5,3	1,1	0,2	-6,1
12	P	-1,6	-10,9	-0,5	-1,1	-8,6	-0,3	0,5	0,9	-2,8	1,1	-1,9	-0,5	-1,7	-4,9
13	A	-1,2	1,1	-1,2	-0,9	-7,7	-0,5	-0,2	-0,3	-3,3	-0,2	-0,0	-0,6	-0,9	-1,2
11 /	P	-0,0	5,4	2,4	1,5	-7,8	1,2	0,8	-0,0	-3,6	3,1	5,5	0,8	1,3	-6,6
IV	P	-0,6	4,9	-1,1	-2,5	-7,8	1,1	0,1	-0,2	-1,2	3,0	5,2	0,8	1,2	-6,5
12 /	P	-1,2	-6,9	-1,7	-2,8	-9,1	0,7	1,3	0,9	0,8	0,9	-1,2	0,4	0,7	-5,0
II	P	-1,6	-12,6	-0,7	-1,8	-8,6	-0,1	0,2	1,3	1,0	0,8	-2,6	-0,1	-2,2	-4,7
III	P	-1,7	-11,2	0,2	0,1	-8,7	-0,4	1,0	1,0	-6,1	1,6	-1,5	-1,3	-2,5	-4,9
IV	P	-2,1	-12,7	0,4	0,1	-7,7	-1,1	-0,5	0,5	-6,9	1,1	-2,2	-1,1	-3,0	-5,1
13 /	A	-1,9	-4,1	-2,5	-2,5	-7,0	-1,1	-1,9	-0,7	-3,7	-0,3	-0,8	0,4	-2,7	-2,0
II	A	-1,6	3,9	-2,1	-1,2	-8,3	-0,9	-0,2	1,0	-4,1	-0,6	-0,7	-2,0	-0,6	-1,0
III	A	-1,1	0,9	-0,8	-0,8	-7,8	-0,6	0,2	-1,6	-2,7	-0,7	-0,5	-0,8	-0,7	-0,8
IV	A	-0,2	4,1	0,3	1,2	-7,7	0,5	1,3	-0,1	-2,4	0,6	1,9	-0,2	0,5	-1,2
14 /	A	0,5	7,4	0,5	1,5	-8,1	0,9	1,8	0,0	-2,1	1,0	1,1	0,2	1,9	2,9
II	A	1,2	-0,5	1,1	1,4	-3,1	1,5	2,6	-0,1	-2,3	1,8	2,6	0,4	1,7	3,0

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

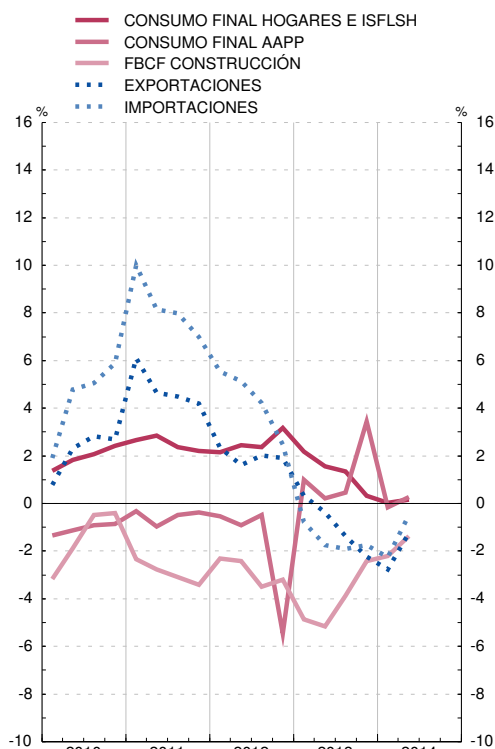
1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

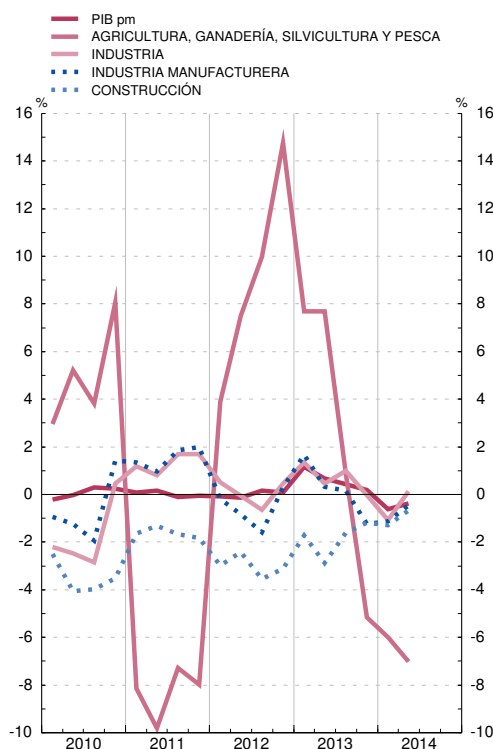
Tasas de variación interanual

		Componentes de la demanda								Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas de actividad												
		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH (b)	Consumo final de las AAPP	Formación bruta de capital fijo			Exportación de bienes y servicios	Importación de bienes y servicios	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca		Industria		Construcción	Servicios									
				Total	Activos fijos materiales						Activos fijos inmateriales	Total		Del cual	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales	Administración pública, salud y educación	Actividades artísticas, recreativas y otros servicios		
					Construcción	Bienes de equipo y activos cultivados																Industria manufacturera	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21			
11	P	2,5	-0,6	-1,5	-2,9	1,2	-0,1	4,8	8,2	0,0	-8,3	1,3	1,5	-1,6	0,1	0,8	-1,4	-4,4	4,6	-0,5	-1,2	0,8	
12	P	2,5	-1,8	-2,0	-2,8	-1,1	1,3	2,0	4,3	0,0	8,9	0,1	-0,6	-3,0	-0,3	0,8	-2,5	4,5	1,6	-0,6	-3,4	1,2	
13	A	1,3	1,3	-3,3	-4,1	-3,1	0,7	-0,9	-1,6	0,6	2,7	0,7	0,2	-1,9	0,0	1,5	-5,4	-9,6	0,6	-0,1	0,8	2,3	
11 ///	P	2,4	-0,5	-1,6	-3,1	1,6	-0,5	4,5	8,0	-0,1	-7,3	1,7	1,9	-1,7	0,1	0,7	-1,2	-2,7	4,0	-1,2	-1,1	0,7	
11 IV	P	2,2	-0,4	-2,1	-3,4	0,1	-0,1	4,2	7,0	-0,0	-8,0	1,7	2,0	-1,8	0,3	0,8	-1,4	1,6	3,3	-0,5	-1,3	1,1	
12 /	P	2,1	-0,5	-1,6	-2,3	-0,8	0,5	2,3	5,5	-0,1	3,9	0,5	-0,2	-3,0	-0,0	-0,1	-2,1	3,8	1,9	-0,9	-1,0	0,9	
12 //	P	2,4	-0,9	-1,7	-2,4	-1,2	1,4	1,6	5,1	-0,1	7,5	-0,0	-0,8	-2,4	0,5	0,7	-2,8	8,8	2,5	-1,0	-1,2	0,8	
12 ///	P	2,3	-0,5	-2,3	-3,5	-1,1	1,5	2,0	4,2	0,2	10,0	-0,6	-1,6	-3,5	-0,0	0,8	-3,0	2,8	0,8	-1,0	-1,2	0,9	
12 IV	P	3,1	-5,5	-2,2	-3,2	-1,3	1,7	1,9	2,5	0,1	14,7	0,5	0,3	-3,1	-1,7	1,7	-2,1	2,6	1,4	0,3	-10,0	2,1	
13 /	A	2,2	1,0	-3,7	-4,9	-2,9	1,1	0,3	-0,8	1,2	7,7	1,4	1,7	-1,7	1,0	3,0	-2,9	-3,7	2,0	0,4	-0,2	3,2	
13 //	A	1,5	0,2	-3,9	-5,2	-2,9	0,9	-0,4	-1,7	0,7	7,7	0,4	0,3	-2,9	-0,5	1,8	-4,6	-12,0	0,8	0,7	-1,6	3,0	
13 ///	A	1,3	0,4	-3,3	-3,9	-3,3	0,5	-1,4	-1,9	0,4	0,9	1,0	0,2	-1,6	-0,1	1,5	-5,7	-8,9	1,2	0,5	-0,5	2,4	
13 IV	A	0,3	3,5	-2,4	-2,4	-3,1	0,4	-2,2	-1,8	0,2	-5,1	-0,0	-1,2	-0,3	-0,3	-0,3	-8,6	-13,4	-1,6	-2,0	6,1	0,5	
14 /	A	0,0	-0,2	-2,1	-2,2	-2,9	0,2	-2,8	-2,3	-0,6	-6,0	-1,1	-1,1	-1,3	-0,3	0,2	-7,1	0,2	-0,2	-0,9	0,3	0,2	
14 //	A	0,2	0,3	-1,5	-1,4	-2,2	0,3	-1,2	-0,5	-0,4	-7,0	0,1	-0,5	-0,7	-0,0	0,5	-5,5	1,2	-0,3	-0,5	0,4	0,4	

PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3.75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rúbrica Importaciones de bienes y servicios.

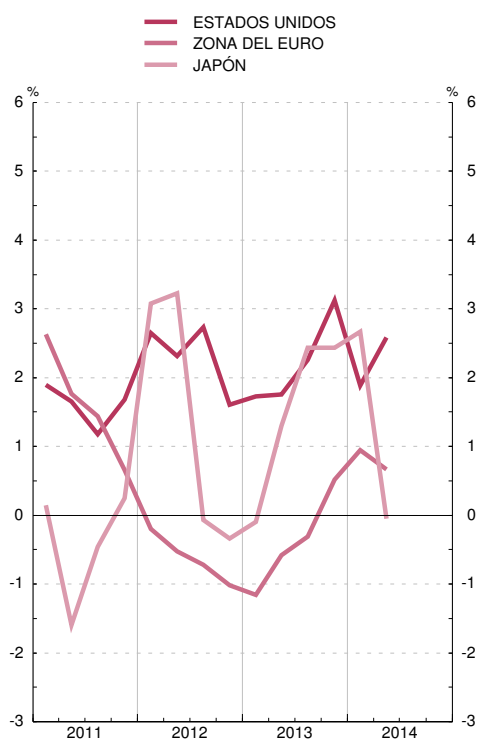
2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

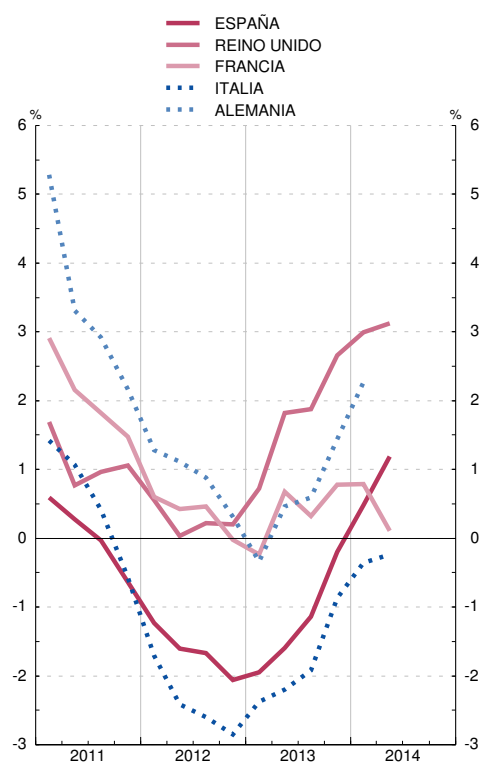
Tasas de variación interanual

	OCDE	Unión Europea	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
11	1,9	1,7	1,6	3,4	0,1	1,6	2,1	0,6	-0,4	1,1
12	1,3	-0,3	-0,6	0,9	-1,6	2,3	0,4	-2,4	1,5	0,3
13	1,4	0,1	-0,4	0,5	-1,2	2,2	0,4	-1,8	1,5	1,8
11 //	1,8	1,8	1,8	3,3	0,3	1,7	2,2	1,1	-1,6	0,8
///	1,7	1,5	1,4	2,9	-0,0	1,2	1,8	0,4	-0,5	1,0
IV	1,6	0,8	0,7	2,2	-0,6	1,7	1,5	-0,6	0,2	1,1
12 /	1,8	0,1	-0,2	1,3	-1,2	2,6	0,6	-1,7	3,1	0,6
//	1,6	-0,3	-0,5	1,1	-1,6	2,3	0,4	-2,4	3,2	0,0
///	1,2	-0,5	-0,7	0,9	-1,7	2,7	0,5	-2,6	-0,1	0,2
IV	0,7	-0,7	-1,0	0,3	-2,1	1,6	-0,0	-2,9	-0,3	0,2
13 /	0,8	-0,7	-1,2	-0,3	-1,9	1,7	-0,2	-2,4	-0,1	0,7
//	1,1	-0,1	-0,6	0,5	-1,6	1,8	0,7	-2,2	1,3	1,8
///	1,6	0,2	-0,3	0,6	-1,1	2,3	0,3	-1,9	2,4	1,9
IV	2,2	1,1	0,5	1,4	-0,2	3,1	0,8	-0,9	2,4	2,7
14 /	2,0	1,4	0,9	2,3	0,5	1,9	0,8	-0,4	2,7	3,0
//	...	1,2	0,7	...	1,2	2,6	0,1	-0,2	-0,0	3,1

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 26.2.

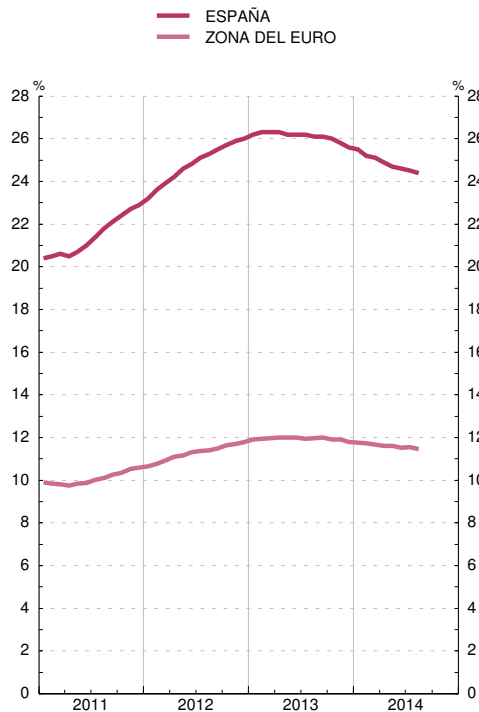
2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

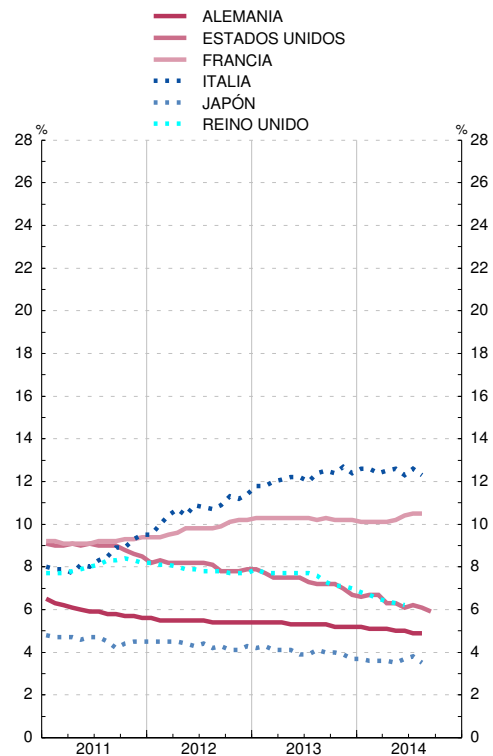
Porcentajes

	OCDE	Unión Europea	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
11	7,9	9,6	10,1	6,0	21,4	8,9	9,2	8,4	4,6	8,0
12	7,9	10,5	11,3	5,5	24,8	8,1	9,8	10,7	4,3	7,9
13	7,9	10,8	11,9	5,3	26,1	7,3	10,3	12,2	4,0	7,5
13 Abr	8,0	10,9	12,0	5,4	26,3	7,5	10,3	12,1	4,1	7,7
May	8,0	10,9	12,0	5,3	26,2	7,5	10,3	12,2	4,1	7,7
Jun	7,9	10,9	12,0	5,3	26,2	7,5	10,3	12,2	3,9	7,7
Jul	7,9	10,9	11,9	5,3	26,2	7,3	10,3	12,0	3,9	7,7
Ago	7,9	10,8	12,0	5,3	26,1	7,2	10,2	12,4	4,1	7,6
Sep	7,8	10,8	12,0	5,3	26,1	7,2	10,3	12,5	4,0	7,3
Oct	7,8	10,7	11,9	5,2	26,0	7,2	10,2	12,4	4,0	7,1
Nov	7,7	10,7	11,9	5,2	25,8	7,0	10,2	12,7	3,9	7,1
Dic	7,5	10,6	11,8	5,2	25,6	6,7	10,2	12,4	3,7	7,0
14 Ene	7,5	10,5	11,8	5,2	25,5	6,6	10,1	12,6	3,7	6,8
Feb	7,5	10,5	11,7	5,1	25,2	6,7	10,1	12,6	3,6	6,7
Mar	7,5	10,4	11,7	5,1	25,1	6,7	10,1	12,4	3,6	6,5
Abr	7,4	10,3	11,6	5,1	24,9	6,3	10,1	12,5	3,6	6,4
May	7,4	10,3	11,6	5,0	24,7	6,3	10,2	12,6	3,5	6,3
Jun	7,3	10,2	11,5	5,0	24,6	6,1	10,4	12,3	3,7	6,2
Jul	7,4	10,2	11,5	4,9	24,5	6,2	10,5	12,6	3,8	...
Ago	7,3	10,1	11,5	4,9	24,4	6,1	10,5	12,3	3,5	...
Sep	...	...	...	...	...	5,9	...	...	...	...

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTE: OCDE.

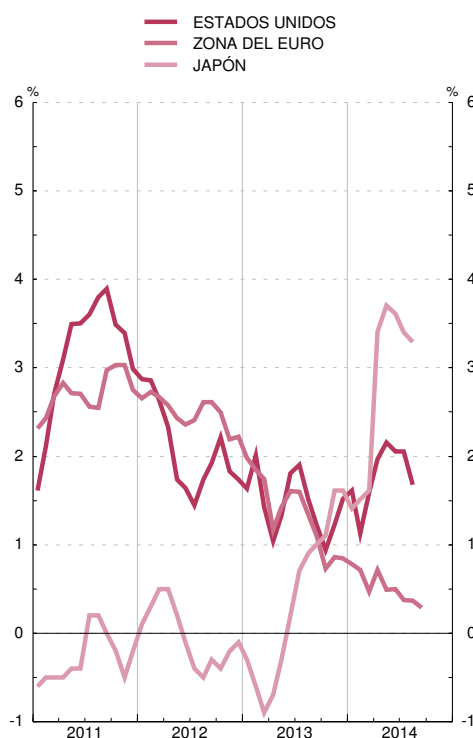
2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ Serie representada gráficamente.

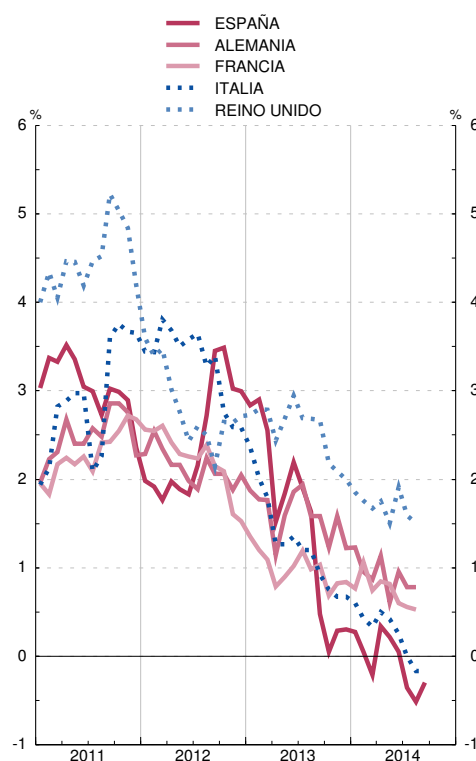
Tasas de variación interanual

	OCDE	Unión Europea	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
11	2,9	3,1	2,7	2,5	3,1	3,1	2,3	2,9	-0,3	4,5
12	2,2	2,6	2,5	2,1	2,4	2,1	2,2	3,3	-0,0	2,8
13	1,6	1,5	1,4	1,6	1,5	1,5	1,0	1,3	0,4	2,6
13 Abr	1,3	1,4	1,2	1,1	1,5	1,0	0,8	1,3	-0,7	2,4
May	1,5	1,6	1,4	1,6	1,8	1,3	0,9	1,3	-0,3	2,7
Jun	1,8	1,7	1,6	1,9	2,2	1,8	1,0	1,4	0,2	2,9
Jul	2,0	1,7	1,6	1,9	1,9	1,9	1,2	1,2	0,7	2,7
Ago	1,7	1,5	1,3	1,6	1,6	1,5	1,0	1,2	0,9	2,7
Sep	1,4	1,3	1,1	1,6	0,5	1,2	1,0	0,9	1,0	2,7
Oct	1,3	0,9	0,7	1,2	0,0	0,9	0,7	0,8	1,1	2,2
Nov	1,5	1,0	0,9	1,6	0,3	1,2	0,8	0,7	1,6	2,1
Dic	1,6	1,0	0,8	1,2	0,3	1,5	0,8	0,7	1,6	2,0
14 Ene	1,6	0,9	0,8	1,2	0,3	1,6	0,8	0,6	1,4	1,8
Feb	1,4	0,8	0,7	1,0	0,1	1,1	1,1	0,4	1,5	1,8
Mar	1,5	0,6	0,5	0,9	-0,2	1,6	0,7	0,3	1,6	1,7
Abr	2,0	0,8	0,7	1,1	0,3	2,0	0,8	0,5	3,4	1,7
May	2,1	0,6	0,5	0,6	0,2	2,2	0,8	0,4	3,7	1,5
Jun	2,1	0,7	0,5	1,0	0,0	2,1	0,6	0,2	3,6	1,9
Jul	2,0	0,5	0,4	0,8	-0,4	2,1	0,6	-	3,4	1,6
Ago	1,8	0,5	0,4	0,8	-0,5	1,7	0,5	-0,2	3,3	1,5
Sep	...	...	0,3	...	-0,3	...	...	-0,2	...	...

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.

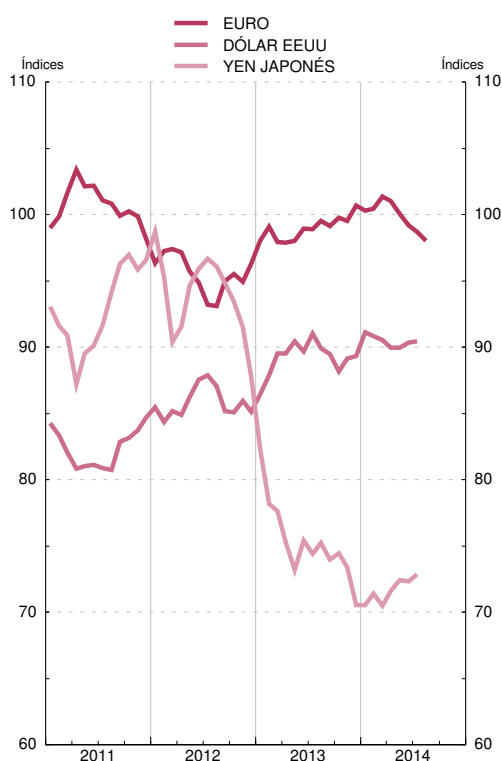
Media de cifras diarias

	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	
11	1,3918	111,00	79,74	103,4	74,0	127,5	100,7	82,4	92,8	97,2	90,2	89,0
12	1,2854	102,61	79,81	97,9	76,8	131,7	95,6	85,8	93,9	92,9	94,7	88,7
13	1,3281	129,69	97,64	101,7	79,5	106,8	98,9	89,2	75,3	96,4	98,2	72,0
13 E-S	1,3169	127,34	96,71	101,2	79,6	108,1	98,6	89,3	76,2	96,0	98,3	72,8
14 E-S	1,3554	139,51	102,96	103,4	80,8	100,3	99,9	90,5	71,7	97,5	99,3	69,0
13 Jul	1,3080	130,39	99,70	101,5	80,9	105,6	98,9	91,0	74,4	96,2	99,9	71,2
Ago	1,3310	130,34	97,93	102,2	79,9	106,6	99,5	89,9	75,2	96,8	98,8	71,8
Sep	1,3348	132,41	99,20	102,0	79,7	104,8	99,1	89,5	74,0	96,6	98,4	70,7
Oct	1,3635	133,32	97,78	102,8	78,7	105,1	99,8	88,2	74,4	97,3	97,2	71,3
Nov	1,3493	134,97	100,03	102,6	79,7	103,4	99,5	89,1	73,4	97,1	98,0	70,3
Dic	1,3704	141,68	103,39	103,9	79,9	99,5	100,7	89,3	70,5	98,2	98,3	67,7
14 Ene	1,3610	141,47	103,94	103,4	80,9	99,4	100,3	91,1	70,5	97,5	99,5	67,6
Feb	1,3659	139,35	102,02	103,6	80,7	101,0	100,4	90,8	71,4	97,6	99,4	68,4
Mar	1,3823	141,48	102,35	104,6	80,3	100,1	101,3	90,5	70,5	98,5	99,4	67,6
Abr	1,3813	141,62	102,53	104,5	80,1	99,8	101,0	90,0	71,6	98,5	99,3	69,1
May	1,3732	139,74	101,76	103,8	79,9	100,7	100,1	90,0	72,4	97,9	99,0	69,9
Jun	1,3592	138,72	102,06	103,0	80,2	100,8	99,2	90,4	72,3	97,1	99,3	70,0
Jul	1,3539	137,72	101,72	102,6	80,0	101,2	98,7	90,4	72,8	96,8	99,3	70,4
Ago	1,3316	137,11	102,97	101,9	81,3	101,0	98,0	...	...	96,1	...	...
Sep	1,2901	138,39	107,28	...	83,4	98,5	...	...	...	...	...	...

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL CON PRECIOS DE CONSUMO FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



FUENTES: BCE y BE.

a. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003), (2004-2006) y (2007-2009) de las variaciones de la cotización al contado de cada moneda respecto de las monedas que componen la agrupación. La caída del índice significa una depreciación de la moneda frente a la agrupación.

b. Resultado de multiplicar los precios relativos de cada área-país (relación entre el índice de precios del área-país y el de los países del grupo) por el tipo de cambio efectivo nominal. La caída del índice refleja una depreciación del tipo efectivo real y, por consiguiente, puede interpretarse como una mejora de la competitividad de dicha área-país.

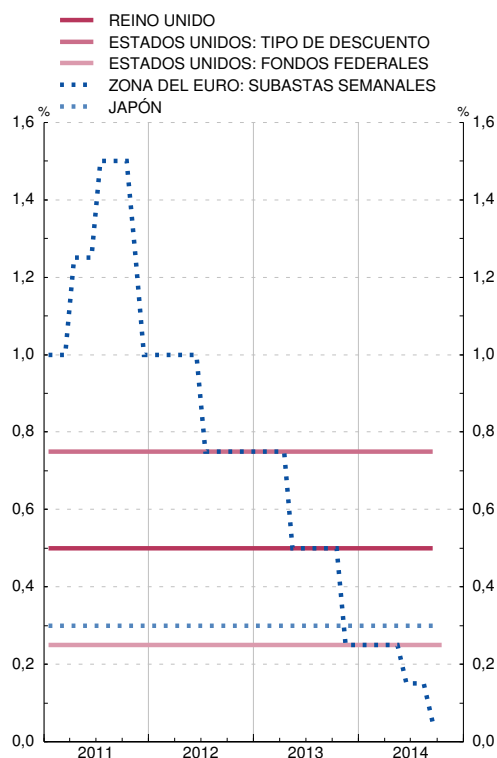
2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

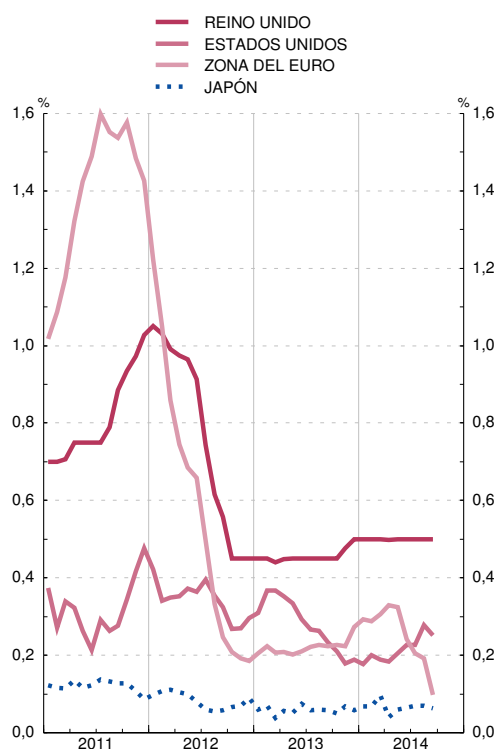
Porcentajes

	Tipos de intervención					Tipos interbancarios a tres meses								
	Zona del euro	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
		(a)	Tipo descuento (b)												Fondos federales	(c)	(d)
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
11	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	1,02	1,39	-	1,34	0,32	-	-	0,12	0,81
12	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,76	0,57	-	1,06	0,34	-	-	0,08	0,76
13	0,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,53	0,22	-	1,07	0,28	-	-	0,06	0,46
13 May	0,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,57	0,20	-	1,75	0,33	-	-	0,05	0,45
Jun	0,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,52	0,21	-	-	0,29	-	-	0,08	0,45
Jul	0,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,52	0,22	-	0,22	0,27	-	-	0,06	0,45
Ago	0,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,54	0,23	-	1,25	0,26	-	-	0,06	0,45
Sep	0,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,50	0,22	-	-	0,23	-	-	0,06	0,45
Oct	0,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,49	0,23	-	-	0,21	-	-	0,05	0,45
Nov	0,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,48	0,22	-	-	0,18	-	-	0,07	0,48
Dic	0,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,48	0,27	-	-	0,19	-	-	0,06	0,50
14 Ene	0,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,49	0,29	-	-	0,18	-	-	0,07	0,50
Feb	0,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,51	0,29	-	0,70	0,20	-	-	0,07	0,50
Mar	0,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,49	0,31	-	-	0,19	-	-	0,10	0,50
Abr	0,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,49	0,33	-	-	0,18	-	-	0,04	0,50
May	0,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,51	0,32	-	0,55	0,20	-	-	0,06	0,50
Jun	0,15	0,75	0,25	0,30	0,50	0,47	0,24	-	-	0,23	-	-	0,06	0,50
Jul	0,15	0,75	0,25	0,30	0,50	0,46	0,21	-	-	0,23	-	-	0,07	0,50
Ago	0,15	0,75	0,25	0,30	0,50	0,48	0,19	-	0,42	0,28	-	-	0,07	0,50
Sep	0,05	0,75	0,25	0,30	0,50	0,44	0,10	-	-	0,25	-	-	0,06	0,50
Oct	-	-	0,25	-	-	-0,00	-	-	-	-	-	-	-	-

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).

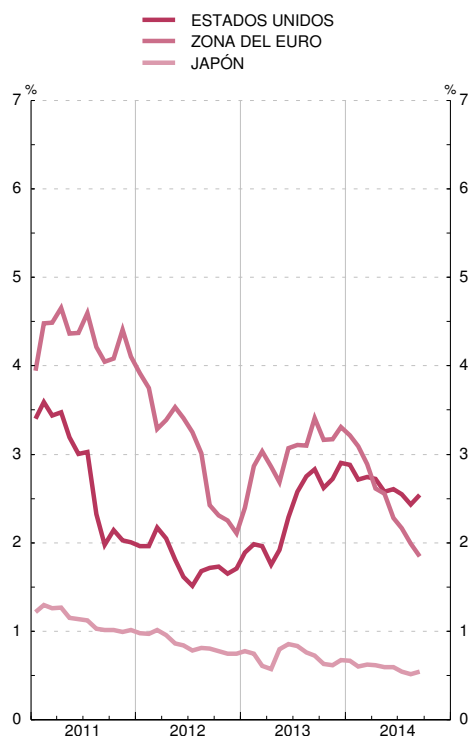
2.6. RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

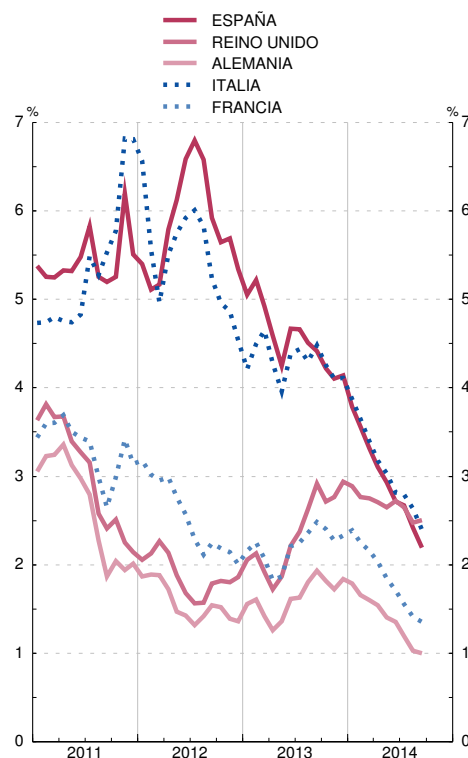
Porcentajes

	OCDE	Unión Europea	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
11	3,15	4,07	4,31	2,66	5,44	2,80	3,32	5,36	1,12	3,04
12	2,35	3,38	3,05	1,57	5,85	1,80	2,53	5,47	0,86	1,88
13	2,44	2,80	3,01	1,63	4,56	2,35	2,21	4,30	0,72	2,36
13 Abr	2,01	2,50	2,86	1,26	4,59	1,75	1,82	4,28	0,57	1,72
May	2,08	2,43	2,69	1,36	4,25	1,92	1,87	3,96	0,80	1,87
Jun	2,42	2,80	3,07	1,62	4,67	2,29	2,21	4,39	0,85	2,22
Jul	2,59	2,86	3,10	1,63	4,66	2,58	2,25	4,44	0,83	2,37
Ago	2,69	2,96	3,10	1,80	4,51	2,75	2,36	4,30	0,76	2,63
Sep	2,79	3,10	3,41	1,93	4,42	2,83	2,48	4,48	0,73	2,91
Oct	2,61	2,92	3,16	1,81	4,22	2,62	2,40	4,26	0,63	2,71
Nov	2,63	2,83	3,17	1,72	4,11	2,72	2,27	4,10	0,61	2,77
Dic	2,75	2,91	3,31	1,84	4,14	2,90	2,33	4,11	0,67	2,94
14 Ene	2,71	2,82	3,21	1,79	3,78	2,88	2,39	3,87	0,67	2,89
Feb	2,57	2,67	3,09	1,66	3,56	2,72	2,25	3,65	0,60	2,76
Mar	2,54	2,54	2,89	1,60	3,31	2,74	2,16	3,39	0,62	2,75
Abr	2,48	2,42	2,61	1,54	3,10	2,72	2,04	3,18	0,62	2,71
May	2,34	2,28	2,55	1,40	2,93	2,58	1,85	3,03	0,60	2,65
Jun	2,30	...	2,28	1,35	2,71	2,60	1,71	2,82	0,59	2,72
Jul	2,22	...	2,16	1,20	2,67	2,55	1,56	2,79	0,54	2,65
Ago	2,10	...	1,99	1,02	2,42	2,43	1,41	2,63	0,51	2,47
Sep	2,12	...	1,85	1,00	2,20	2,54	1,35	2,40	0,54	2,51

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

2.7. MERCADOS INTERNACIONALES. ÍNDICE DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS. PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DEL ORO

■ Serie representada gráficamente.

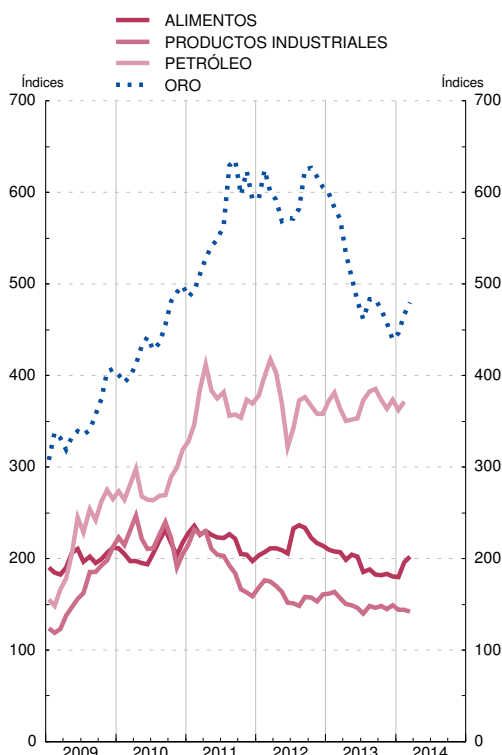
Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)						Petróleo		Oro		
	En euros	En dólares estadounidenses					Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo
	General	General	Alimentos	Productos industriales				Dólares estadounidenses por barril			
				Total	Agrícolas no alimenticios	Metales					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
09	120,8	182,3	198,0	162,2	136,0	176,4	219,2	61,7	348,8	973,0	22,42
10	158,6	213,1	207,9	220,2	211,2	225,9	280,0	79,9	439,2	1 225,3	29,76
11	187,3	209,6	220,3	198,5	239,6	180,9	368,4	112,2	562,6	1 569,5	36,29
12	183,8	189,6	217,0	161,1	171,7	156,6	371,8	112,4	598,0	1 668,3	41,73
13	161,1	172,8	194,2	150,2	161,2	145,5	368,6	109,6	505,4	1 409,8	34,16
13 E-M	174,1	184,7	208,0	160,5	167,9	157,4	372,0	113,5	584,5	1 630,6	39,73
14 E-M	152,5	168,4	192,3	143,4	153,4	139,2	...	109,2	464,0	1 294,5	30,35
13 Feb	173,2	186,1	207,5	163,8	169,2	161,5	381,3	117,4	583,4	1 627,6	39,19
Mar	175,0	182,3	206,8	156,9	167,9	152,2	363,4	109,6	571,0	1 592,9	39,53
Abr	167,3	175,0	198,9	150,2	163,2	144,7	350,1	103,7	532,6	1 485,9	36,65
May	169,6	177,2	204,2	149,2	164,2	142,8	351,9	103,3	506,7	1 413,5	35,00
Jun	164,5	174,7	202,3	146,1	159,8	140,2	353,3	103,2	481,2	1 342,4	32,74
Jul	153,2	163,3	185,6	140,2	153,5	134,5	372,6	108,6	461,2	1 286,7	31,63
Ago	156,5	168,6	188,4	148,0	157,1	144,1	382,7	113,0	482,9	1 347,1	32,57
Sep	151,6	164,5	182,3	146,0	159,6	140,2	385,3	113,6	483,5	1 348,8	32,51
Oct	149,4	165,4	181,7	148,5	157,6	144,6	373,5	110,0	471,8	1 316,2	31,01
Nov	150,7	166,4	183,5	144,5	156,9	139,2	363,3	108,2	457,3	1 275,8	30,40
Dic	148,9	165,0	180,6	148,8	159,1	144,4	373,6	111,3	439,3	1 225,4	28,65
14 Ene	147,7	162,3	180,0	143,9	152,0	140,4	362,2	109,3	446,2	1 244,8	29,39
Feb	154,3	170,4	195,5	144,3	152,8	140,7	371,3	110,0	466,4	1 301,0	30,61
Mar	155,7	172,6	201,8	142,2	155,4	136,6	...	108,3	479,7	1 338,3	31,06

ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS



ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS, PETRÓLEO Y ORO



FUENTES: The Economist, FMI, BCE y BE.

a. Las ponderaciones están basadas en el valor de las importaciones mundiales de materias primas en el período 1999-2001.

b. Índice del promedio de los precios en dólares estadounidenses de distintos tipos de crudo, mediano, liviano y pesado.

c. Índice del fixing en dólares estadounidenses a las 15.30 h. en el mercado de Londres.

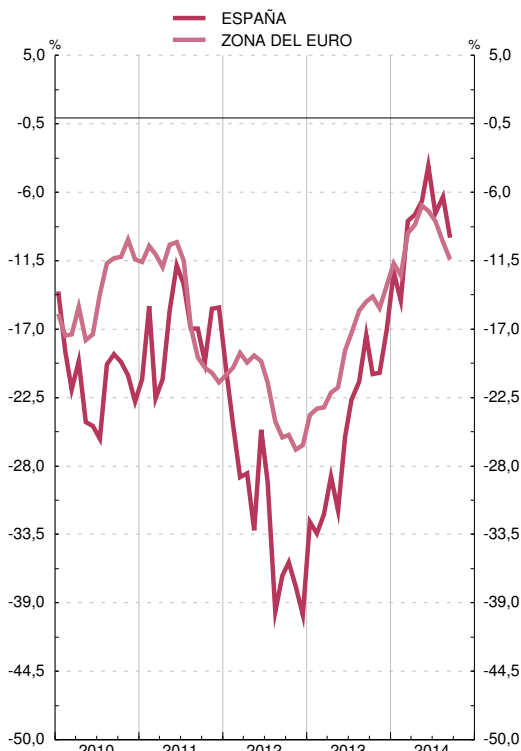
3.1 INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

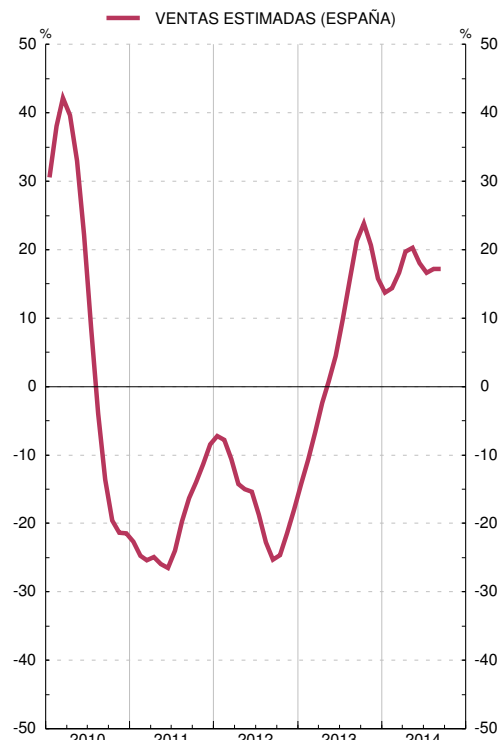
Saldos, tasas de variación interanual e índices

	Encuestas de opinión(a) (Saldos en % corregidos de variaciones estacionales)						Matriculaciones y ventas de automóviles (Tasas de variación interanual)			Índices de comercio al por menor (Base 2010=100, CNAE 2009) (Índices deflactados)							
	Consumidores			Indica- dor de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		Matricu- laciones	Ventas estimadas	Pro memoria: Matricu- laciones en zona euro	Índice general de co- mercio mino- rista	Índice general sin estaciones de servicio						
	Indica- dor de confianza	Situación econó- mica general: tendencia prevista	Situación econó- mica hogar: tendencia prevista		Indica- dor de confianza consumi- dor	Indica- dor de confianza comercio mino- rista					Total	Alimen- tación	Grandes super- ficies	Grandes cade- nas	Peque- ñas cade- nas	Empre- sas unilo- cali- zadas	Pro memoria: zona del euro (Tasa de variación interanual corregida de efec- tos ca- lendaro)
				1			2	3	4	5								6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
11	-17,1	-13,8	-6,7	-19,8	-14,6	-5,5	-18,3	-17,7	-0,6	94,2	94,4	97,2	92,8	99,2	92,8	93,0	-0,5
12	-31,6	-30,7	-18,0	-21,4	-22,3	-15,2	-12,7	-13,4	-11,2	87,6	88,0	94,4	84,6	97,1	84,9	84,3	-1,4
13	P -25,3	-19,3	-12,1	-10,1	-18,7	-12,5	3,9	3,3	-3,9	84,2	84,6	91,5	80,9	96,7	80,8	79,7	-0,8
13 E-S	P -27,3	-23,1	-13,6	-13,3	-20,1	-14,4	-1,1	-1,6	-6,9	83,0	83,3	89,9	78,3	95,3	79,7	79,1	-1,2
14 E-S	P -8,6	4,6	-1,3	6,4	-9,6	-3,4	21,6	17,2	...	...	...	...	...	...	...	...	...
13 Oct	P -20,6	-9,7	-8,9	-5,0	-14,4	-7,7	33,8	34,4	4,2	83,6	83,8	92,9	73,8	98,0	79,6	80,4	-0,5
Nov	P -20,5	-9,2	-7,6	-2,6	-15,3	-7,6	15,9	15,1	4,9	81,6	81,7	89,8	78,8	93,8	77,6	76,6	1,7
Dic	P -17,1	-4,8	-7,2	5,5	-13,5	-5,1	19,6	18,2	6,9	97,7	99,5	106,2	113,7	111,2	95,4	87,2	0,0
14 Ene	P -12,5	0,6	-5,3	6,6	-11,7	-3,5	23,4	7,6	5,4	87,0	88,0	85,7	92,5	97,1	85,9	80,7	0,8
Feb	P -14,7	0,9	-5,1	1,1	-12,7	-3,1	18,8	17,8	5,9	74,0	74,2	80,5	69,1	82,7	70,8	71,4	1,2
Mar	P -8,3	4,7	-2,0	7,5	-9,3	-2,6	11,0	10,0	4,0	80,1	80,1	89,8	71,1	92,3	75,6	76,9	1,0
Abr	P -7,8	3,6	-1,4	6,9	-8,6	-2,6	29,4	28,7	5,1	80,8	81,0	90,1	72,1	92,7	78,0	77,6	1,8
May	P -6,7	7,7	-	7,2	-7,1	-2,5	37,3	16,9	3,3	83,9	84,1	93,2	76,0	96,1	80,4	80,5	0,6
Jun	P -3,9	5,6	1,4	6,0	-7,5	-1,9	23,7	23,9	3,3	83,3	83,6	90,8	76,2	93,5	81,4	80,3	2,1
Jul	P -7,7	3,6	-0,5	6,0	-8,3	-2,3	9,2	10,9	5,6	92,9	93,7	97,5	91,0	106,1	92,7	86,8	0,8
Ago	P -6,4	9,5	1,0	9,0	-10,0	-4,6	16,0	14,1	4,0	83,7	83,5	95,1	82,0	100,8	81,6	73,5	...
Sep	P -9,6	5,6	-0,2	6,9	-11,4	-7,2	27,8	26,2	...	...	...	...	...	...	...	...	...

INDICADOR DE CONFIANZA CONSUMIDORES
Saldos, corregidos de variaciones estacionales



VENTAS DE AUTOMÓVILES
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: Comisión Europea (European Economy. Supplement B), INE, DGT, ANFAC y BCE.

a. Información adicional disponible en http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/surveys/index_en.htm

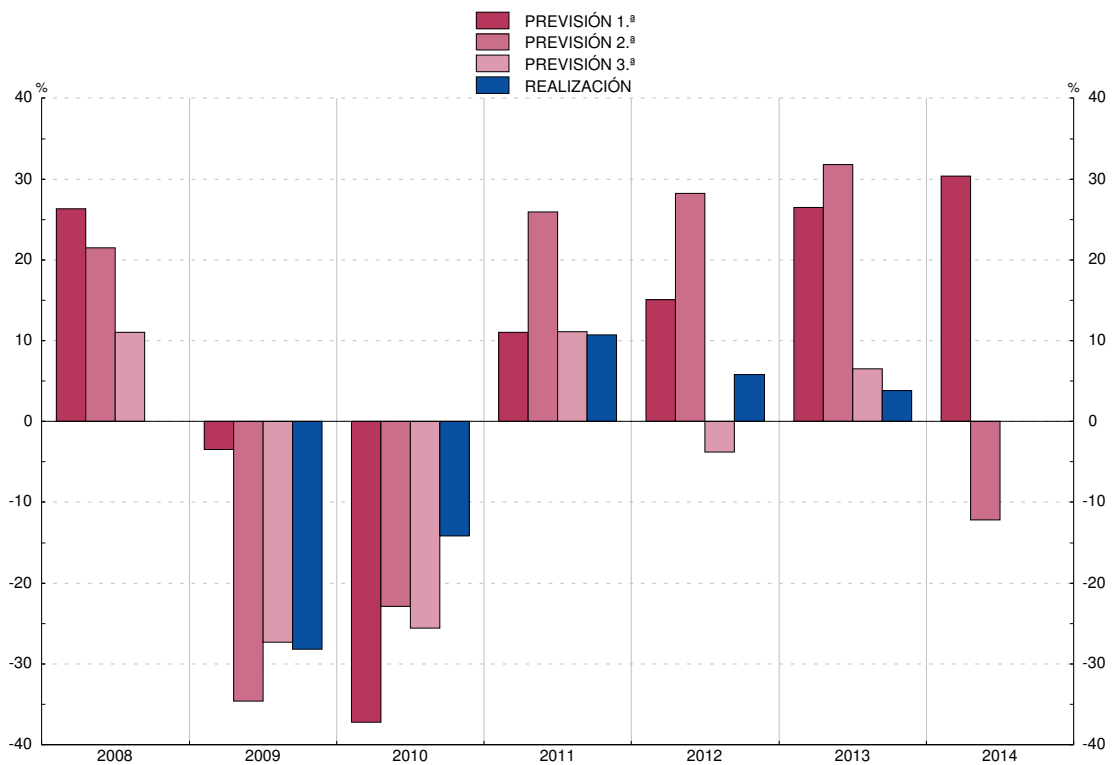
3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	1 Realización	2 Previsión 1. ^a	3 Previsión 2. ^a	4 Previsión 3. ^a
08			26	22
09		-	-4	-35
10		-28	-37	-23
11		-14	11	26
12		11	15	28
13		6	27	32
14		4	30	-12
		...		
				11
				-27
				-26
				11
				-4
				7
				...

INVERSIÓN INDUSTRIAL Tasas de variación anuales



FUENTE: Ministerio de Industria, Energía y Turismo.

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

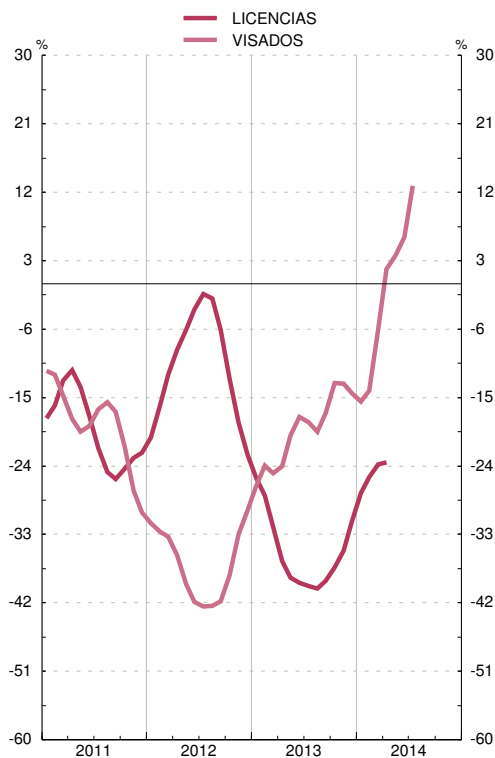
3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

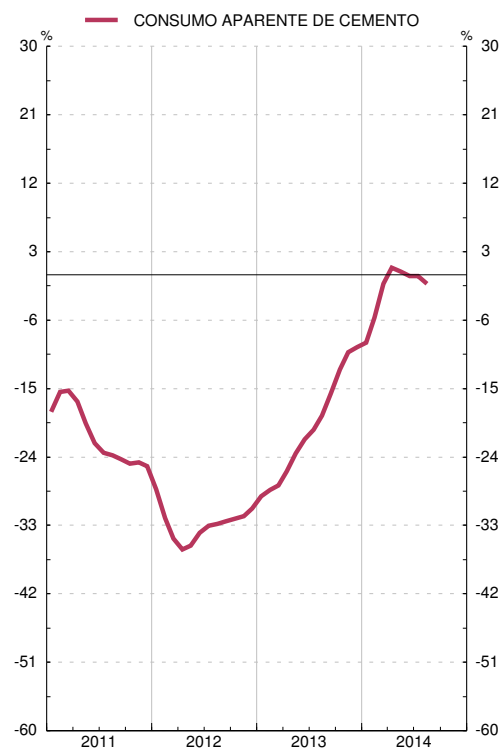
Tasas de variación interanual

		Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)						Consumo aparente de cemento	
		Total	De la cual		No residencial	Total	De la cual		Edificación			Ingeniería civil			
			Residencial	Vivienda			Vivienda	En el mes	Acumulada en el año	Total	Residencial		Vivienda		No residencial
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
11		-16,4	-17,5	-16,6	-13,9	-18,6	-13,2	-49,7	-49,7	-57,6	-54,0	-51,0	-58,5	-45,0	-16,4
12		-19,6	-24,0	-23,3	-10,0	-37,2	-39,9	-45,6	-45,6	-48,7	-68,4	-62,4	-43,8	-44,1	-33,5
13	P	-27,2	-43,3	-46,6	2,0	-18,2	-20,3	17,3	17,3	-2,8	41,5	55,6	-9,1	25,8	-20,2
13 E-A	P	-26,7	-41,7	-45,8	-1,0	-20,9	-23,1	-8,4	-8,4	-17,1	25,3	4,0	-22,9	-5,3	-24,7
14 E-A	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-2,0
13 May	P	-45,6	-44,3	-47,4	-47,2	-18,3	-26,9	-67,1	-34,6	-20,6	287,7	137,0	-43,8	-74,4	-22,0
Jun	P	-9,8	-22,5	-47,3	25,3	-14,1	-17,3	8,0	-29,7	-41,5	116,5	41,6	-54,6	35,8	-22,9
Jul	P	-35,1	-41,5	-47,6	-24,6	-11,6	2,2	92,5	-17,6	10,3	-61,2	-83,7	42,1	129,7	-16,5
Ago	P	5,6	-56,8	-52,8	88,4	-30,1	-36,2	77,8	-8,4	-2,3	-19,9	-90,6	0,5	119,1	-26,8
Sep	P	-42,5	-44,6	-49,3	-39,1	-23,9	-25,4	27,5	-6,0	18,3	-58,8	438,5	43,0	33,8	-9,1
Oct	P	-29,0	-36,0	-39,3	-16,5	12,3	-9,7	58,0	-1,7	47,2	-26,0	-43,1	55,1	62,3	-14,3
Nov	P	-51,9	-62,9	-63,4	-13,9	-23,0	-20,3	103,4	4,4	43,6	641,2	764,0	17,3	129,1	-5,7
Dic	P	22,4	-32,2	-31,4	117,4	-12,4	8,1	236,6	17,3	22,0	188,6	270,1	-2,3	584,9	-7,0
14 Ene	P	-7,1	21,4	20,0	-41,3	-5,6	-17,9	166,5	166,5	20,8	40,2	88,6	16,4	220,5	-15,3
Feb	P	-39,3	-38,7	-36,9	-40,3	-41,1	-36,8	47,8	96,0	-4,8	-65,1	-90,1	24,0	59,1	-10,9
Mar	P	2,4	19,2	23,3	-21,3	11,3	32,7	98,9	97,0	28,3	299,6	277,8	-2,1	131,7	20,2
Abr	P	-26,0	6,0	9,9	-52,3	12,2	11,9	55,1	87,7	23,7	5,8	38,5	25,7	77,1	-5,9
May	P	...	...	...	...	2,1	12,8	130,5	96,2	51,7	-53,2	-94,4	106,0	168,8	-2,9
Jun	P	...	...	...	...	-9,5	8,9	80,2	62,4	-2,5	31,8	88,0	-9,0	...	-2,0
Jul	P	...	...	...	...	29,5	17,5	28,8	68,3	109,7	579,4	1 743,6	52,8	11,2	5,0
Ago	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-3,2

INDICADORES DE LA CONSTRUCCIÓN
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



INDICADORES DE LA CONSTRUCCIÓN
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: Ministerio de Fomento y Asociación de Fabricantes de Cemento de España.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadros 7, 8 y 9.

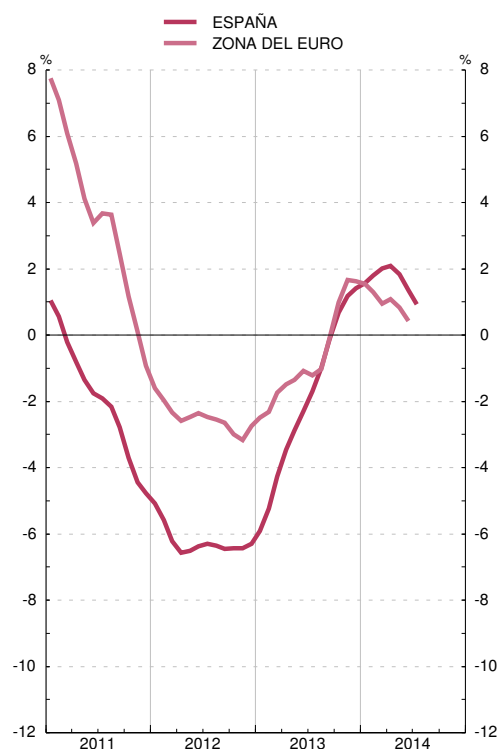
3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

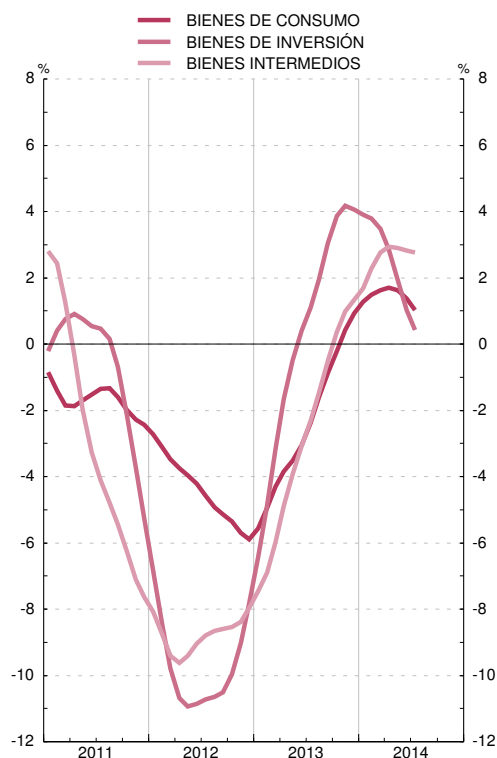
Tasas de variación interanual

		Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad (CNAE 2009)			Pro memoria: zona del euro				
		Total		Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Energía	Extractivas	Manufacturadoras	Suministro de energía eléctrica y gas	Del cual		Por destino económico de los bienes		
		Serie original	1 T12								Total	Manufacturas	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes Intermedios
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
11	MP	98,0	-2,0	-2,0	0,1	-2,7	-2,8	-18,7	-1,6	-3,7	3,5	4,7	1,0	8,5	4,2
12	MP	91,8	-6,4	-4,8	-11,0	-8,9	0,9	-23,6	-7,5	0,1	-2,5	-2,7	-2,5	-1,2	-4,5
13	MP	90,2	-1,7	-2,2	1,2	-2,6	-2,6	-14,3	-1,4	-3,9	-0,7	-0,7	-0,4	-0,6	-1,0
13 E-J	MP	92,0	-3,5	-4,0	-1,1	-4,6	-3,4	-19,1	-3,2	-5,1	-1,7	-1,9	-0,8	-2,2	-2,6
14 E-J	MP	93,7	1,8	2,2	2,5	2,8	-1,2	-0,6	2,5	-2,5	...	...	...	...	...
13 Abr	P	91,8	6,2	8,4	12,3	4,6	-0,3	-19,2	8,2	-2,7	-0,8	-0,8	-0,2	0,5	-2,5
May	P	95,1	-3,0	-4,2	-0,3	-3,4	-3,5	-24,1	-2,4	-7,2	-2,0	-2,1	-1,0	-2,5	-2,8
Jun	P	92,0	-4,7	-8,4	-0,1	-4,8	-4,2	13,7	-4,6	-7,3	-0,5	-0,2	-1,0	1,2	-1,0
Jul	P	99,7	0,9	0,2	1,7	0,2	2,1	15,4	0,3	1,1	-1,9	-2,0	-0,9	-3,1	-1,3
Ago	P	73,0	-4,4	-3,4	-5,6	-4,5	-4,6	-21,7	-4,4	-6,4	-1,5	-1,6	-2,3	-1,0	-0,9
Sep	P	92,6	3,6	2,9	9,8	2,7	-0,1	-2,4	4,4	-1,7	0,2	0,3	0,9	0,3	0,0
Oct	P	97,5	1,1	-0,5	6,4	1,1	-2,3	-7,4	1,8	-2,9	0,5	1,0	-0,2	1,5	1,5
Nov	P	91,8	-0,1	-1,3	3,6	-0,3	-2,3	-1,9	0,1	-1,8	2,8	3,0	1,5	4,4	3,1
Dic	P	83,5	4,1	4,9	6,9	3,4	1,5	3,7	4,7	1,4	1,5	2,0	0,3	2,2	3,3
14 Ene	P	89,5	-0,3	1,5	1,3	-0,6	-3,6	-2,4	0,5	-3,1	1,8	3,2	0,3	5,6	3,2
Feb	P	90,0	2,8	2,6	6,3	3,5	-1,6	-4,3	3,9	-2,3	1,9	3,9	3,8	4,3	3,8
Mar	P	95,4	8,1	8,8	12,8	10,1	-1,0	23,6	10,3	-4,8	0,3	2,3	2,1	2,7	2,7
Abr	P	89,8	-2,1	-3,5	-0,2	-2,2	-2,3	-3,6	-2,1	-3,4	1,8	3,2	5,9	1,0	3,4
May	P	95,7	0,6	0,3	-0,3	0,7	2,0	2,8	0,3	0,0	0,6	1,1	2,5	1,2	0,2
Jun	P	94,6	2,8	3,8	-0,2	4,2	2,3	-6,1	2,9	1,0	0,0	0,4	1,1	-0,1	0,2
Jul	P	100,6	1,0	2,3	-1,0	4,2	-3,5	-7,9	2,0	-4,4	...	...	...	...	...

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



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



FUENTES: INE y BCE.

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

a. España: base 2010 = 100; zona del euro: base 2010 = 100.

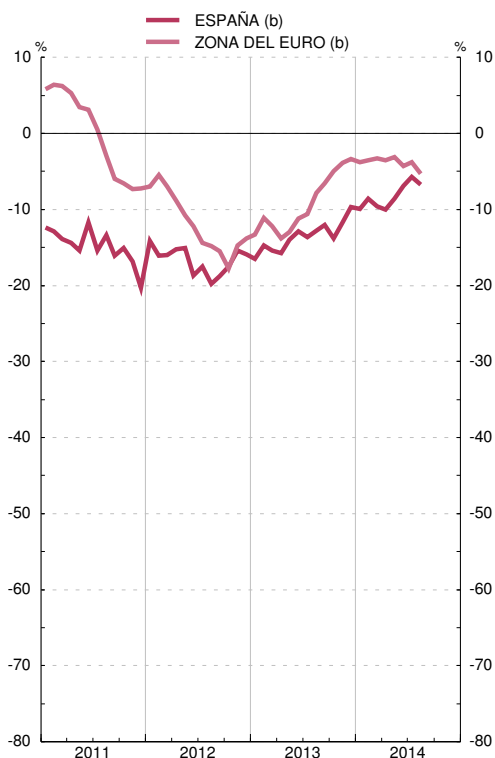
3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA (ECI) Y CONSTRUCCIÓN (ECC). ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)(a)

■ Serie representada gráficamente.

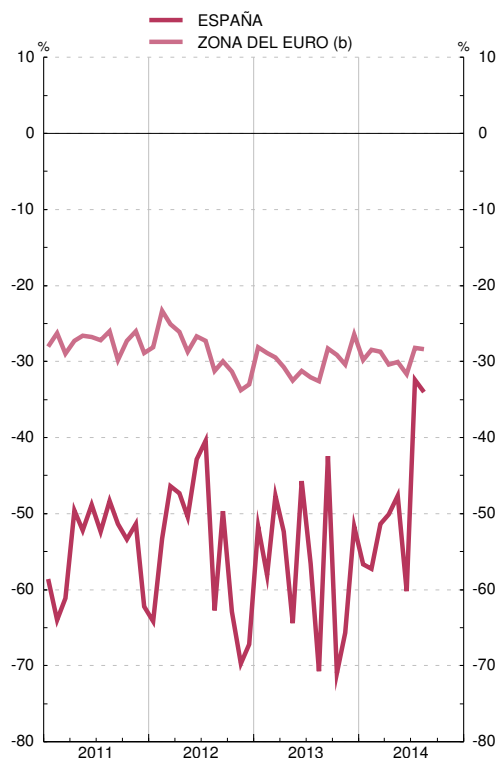
Saldos

		Industria, sin construcción (b)									Construcción					Pro memoria: zona del euro (b)(c)			
		Indicador del clima industrial (ICI)	Componentes del ICI			Nivel de producción	Nivel de cartera de pedidos extranjeros	ICI por sectores				Indicador de clima de la construcción (ICC)	Componentes del ICC		Nivel de producción	Tendencia de la producción	Industria, sin construcción		Indicador del clima en la construcción
			Nivel de cartera de pedidos	Nivel de existencias de productos terminados	Tendencia de la producción			Consumo	Equipo	Intermedios	Otros sectores		Nivel de cartera de pedidos	Tendencia del empleo			Indicador del clima industrial	Nivel de cartera de pedidos	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
11	M	-15	-31	11	-3	-12	-24	-10	-12	-17	-45	-54	-47	-62	-21	-46	0	-7	-27
12	M	-17	-37	9	-4	-20	-26	-10	-15	-22	-15	-55	-50	-60	-23	-44	-12	-25	-29
13	M	-14	-31	9	-1	-10	-21	-9	-13	-17	-6	-57	-57	-56	-27	-39	-9	-26	-30
13 E-A	M	-14	-32	9	-2	-13	-22	-10	-13	-18	-7	-56	-55	-57	-26	-37	-12	-29	-31
14 E-A	M	-8	-18	9	2	-1	-12	-4	-8	-12	-3	-49	-59	-38	-20	-31	-4	-16	-29
13 May		-14	-33	8	-1	-13	-20	-12	-12	-16	1	-64	-63	-66	-44	-46	-13	-31	-33
Jun		-13	-31	8	-	-15	-22	-9	-12	-17	-1	-46	-47	-45	-17	-31	-11	-28	-31
Jul		-14	-30	12	0	-10	-16	-9	-11	-17	-30	-57	-63	-51	-3	-24	-11	-28	-32
Ago		-13	-27	13	1	-1	-21	-8	-10	-17	-3	-71	-73	-69	-33	-38	-8	-24	-33
Sep		-12	-28	9	0	-2	-12	-9	-9	-17	-2	-42	-51	-34	-34	-7	-7	-23	-28
Oct		-14	-29	12	-1	-10	-22	-7	-19	-18	-2	-71	-77	-65	-52	-50	-5	-21	-29
Nov		-12	-28	12	4	-6	-21	-9	-13	-15	-1	-66	-66	-65	-15	-57	-4	-18	-30
Dic		-10	-25	5	1	-4	-20	-4	-13	-15	-10	-52	-50	-54	-9	-63	-3	-17	-26
14 Ene		-10	-20	8	-1	-3	-14	-1	-9	-16	-2	-57	-72	-41	-24	-56	-4	-17	-30
Feb		-9	-21	7	2	-5	-13	-6	-11	-9	-5	-57	-57	-58	-31	-54	-4	-16	-29
Mar		-10	-21	9	1	3	-17	-8	-9	-13	-2	-51	-61	-42	-35	-26	-3	-17	-29
Abr		-10	-18	10	-2	-3	-9	-5	-9	-13	-4	-50	-59	-41	-23	-21	-4	-15	-30
May		-9	-17	9	0	-1	-11	-4	-7	-12	-1	-48	-60	-36	-16	-41	-3	-15	-30
Jun		-7	-17	11	7	3	-14	-1	-12	-10	-4	-60	-69	-52	-15	-35	-4	-16	-32
Jul		-6	-15	8	5	-4	-9	-3	0	-11	-1	-32	-46	-19	-5	-8	-4	-16	-28
Ago		-7	-13	11	3	5	-7	-2	-6	-9	-7	-34	-49	-19	-12	-8	-5	-16	-28

CLIMA EN LA INDUSTRIA Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN Saldos



FUENTES: Ministerio de Industria, Energía y Turismo y BCE.

a. La metodología de la ECI está disponible en <http://www.minetur.gob.es/es-ES/IndicadoresyEstadisticas/Industria/EncuestaCoyuntura/Documents/metodologiaeci.pdf> y de la ECC en <http://www.minetur.gob.es/es-ES/IndicadoresyEstadisticas/Industria/EncuestaCoyuntura/documents/metodologiaECC.pdf>

b. Corregidos de variaciones estacionales.

c. Hasta abril 2010, CNAE 1993; desde mayo 2010, CNAE 2009.

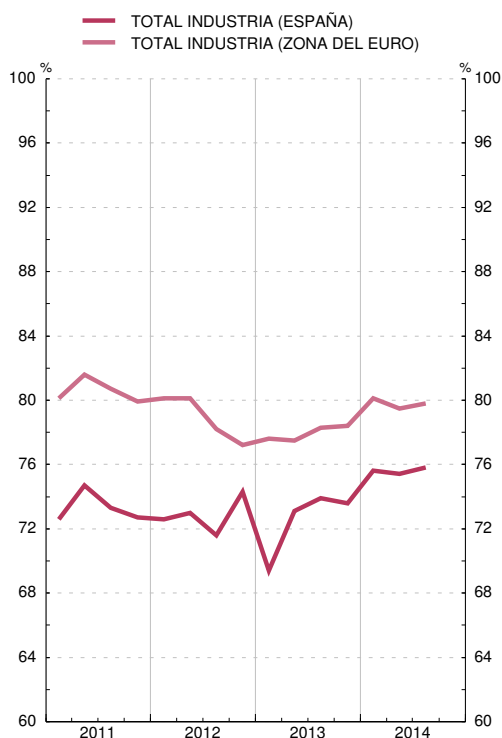
3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL (ECI). UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)(a)

■ Serie representada gráficamente.

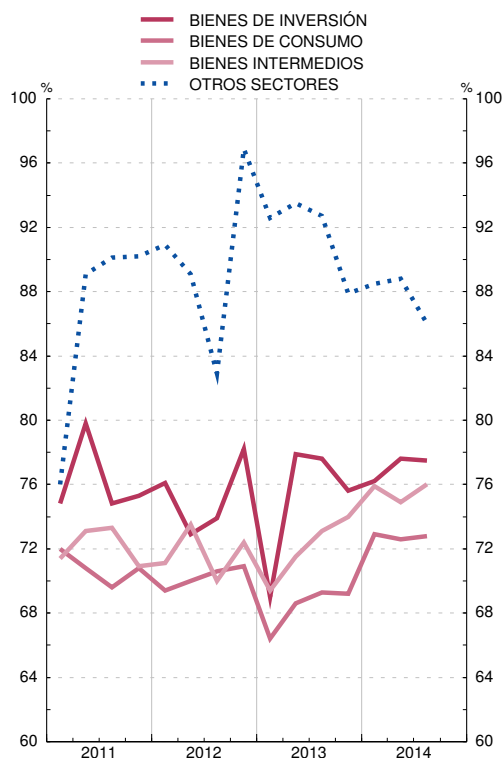
Porcentajes y saldos

	Total industria		Bienes de consumo		Bienes de equipo		Bienes intermedios		Otros sectores (b)		Pro memoria: zona del euro. % de utilización de la capacidad productiva (c)					
	% de utilización de la capacidad productiva instalada		% de utilización de la capacidad productiva instalada		% de utilización de la capacidad productiva instalada		% de utilización de la capacidad productiva instalada		% de utilización de la capacidad productiva instalada							
	Nivel	Tendencia (expectativas)	Nivel	Tendencia (expectativas)	Nivel	Tendencia (expectativas)	Nivel	Tendencia (expectativas)	Nivel	Tendencia (expectativas)						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
11	73,3	73,7	18	70,8	71,8	17	76,2	75,2	16	72,2	72,7	22	86,4	87,6	4	80,6
12	72,9	73,5	21	70,2	71,0	16	75,3	75,7	16	71,8	72,1	30	90,0	93,3	3	78,9
13	72,5	73,2	21	68,4	69,7	17	75,0	75,6	11	72,0	72,5	31	91,7	91,9	0	78,0
13 I-III	72,1	72,9	21	68,1	69,1	17	74,8	75,7	11	71,3	72,0	31	92,9	92,9	0	77,8
14 I-III	75,6	76,4	18	72,8	73,5	15	77,1	78,2	10	75,6	75,9	25	87,8	91,8	1	79,8
12 I	72,6	73,4	23	69,4	70,3	20	76,1	75,9	15	71,1	72,3	31	90,9	90,9	4	80,1
II	73,0	74,1	22	70,0	70,9	15	72,9	74,0	16	73,5	74,5	31	89,1	92,8	5	80,1
III	71,6	72,3	21	70,6	70,9	16	73,9	75,2	19	70,0	69,8	27	82,9	92,6	1	78,2
IV	74,3	74,1	20	70,9	71,7	13	78,2	77,8	14	72,4	71,6	30	96,9	96,9	1	77,2
13 I	69,4	70,6	24	66,4	67,0	15	69,0	71,2	18	69,4	70,5	34	92,6	92,5	-	77,6
II	73,1	74,4	21	68,6	70,9	18	77,9	78,9	11	71,5	72,6	29	93,5	93,2	1	77,5
III	73,9	73,7	20	69,3	69,5	18	77,6	77,1	5	73,1	72,9	30	92,7	92,9	1	78,3
IV	73,6	74,2	20	69,2	71,5	16	75,6	75,2	10	74,0	74,1	29	87,9	89,0	0	78,4
14 I	75,6	75,7	20	72,9	70,6	16	76,2	77,7	10	75,9	76,5	30	88,5	92,5	1	80,1
II	75,4	77,2	19	72,6	75,0	15	77,6	78,5	12	74,9	76,5	27	88,8	92,3	2	79,5
III	75,8	76,2	16	72,8	74,8	15	77,5	78,3	10	76,0	74,8	20	86,0	90,6	1	79,8

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES
Porcentajes



FUENTES: Ministerio de Industria, Energía y Turismo y BCE.

a. La metodología de la ECI está disponible en <http://www.minetur.gob.es/es-ES/IndicadoresyEstadisticas/Industria/EncuestaCoyuntura/Documents/metodologiaeci.pdf>

b. Incluye las industrias extractivas y refino de petróleo, coquerías y combustibles nucleares.

c. Hasta abril 2010, CNAE 1993; desde mayo 2010, CNAE 2009.

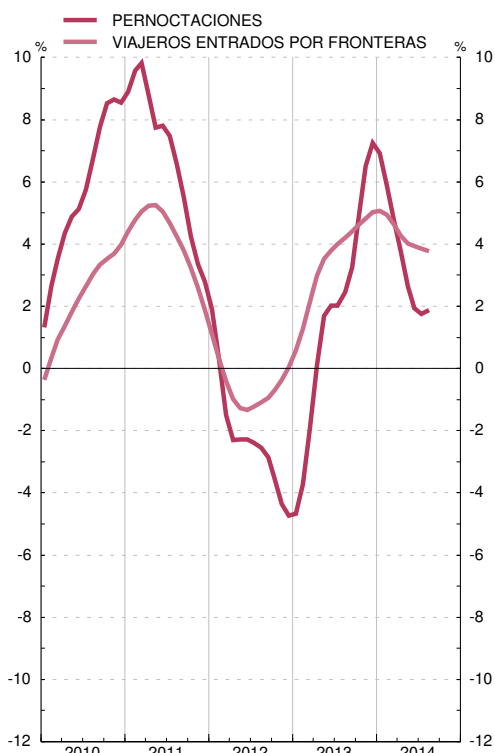
3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

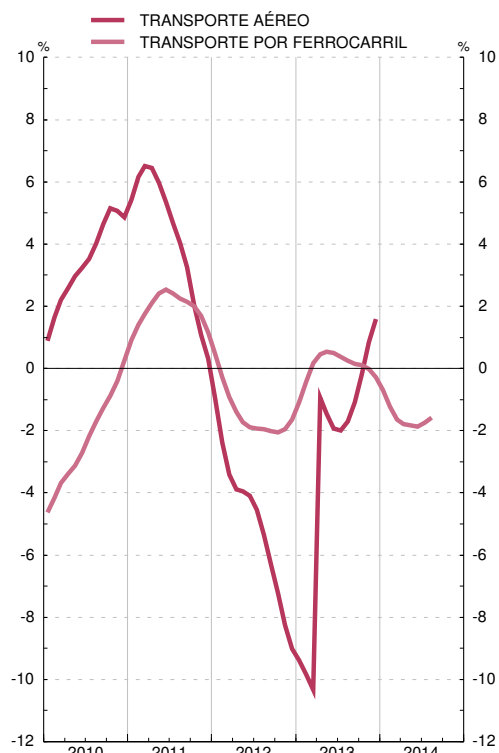
Tasas de variación interanual

	Viajeros alojados en hoteles (a)		Pernoctaciones efectuadas (a)		Viajeros entrados por fronteras			Transporte aéreo			Transporte marítimo		Transporte por ferrocarril		
	Total	Extranjeros	Total	Extranjeros	Total	Turistas	Excursionistas	Pasajeros			Mercancías	Pasajeros	Mercancías	Viajeros	Mercancías
								Total	En vuelos nacionales	En vuelos internacionales					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
11	3,8	10,2	6,5	12,6	5,8	6,6	4,7	6,1	-0,4	10,5	2,2	-3,4	5,8	2,6	7,9
12	-0,0	0,0	-0,0	0,0	-1,1	2,3	-5,5	-5,0	-12,5	-0,5	-4,9	-0,5	4,1	-1,9	-1,5
13	1,1	3,4	1,9	3,9	3,8	5,5	1,5	-3,5	-14,0	2,1	-1,3	8,7	-3,2	-0,7	-4,1
13 E-A	-0,2	2,8	0,6	3,1	4,1	4,5	3,5	-5,1	-16,1	0,8	-2,8	10,3	-3,4	-1,3	-7,7
14 E-A	...	...	...	...	4,3	7,3	-0,1	...	...	...	...	...	...	-0,5	...
13 May	5,0	7,8	7,0	8,2	9,7	7,1	14,1	-1,8	-15,1	5,0	-6,1	9,6	3,2	1,1	-16,9
Jun	1,6	4,4	1,9	4,3	5,1	5,1	5,1	-3,3	-16,0	2,9	-6,8	7,1	-8,7	0,1	-14,6
Jul	0,3	-0,3	0,7	1,6	2,3	2,4	2,2	-4,5	-16,5	1,1	-3,6	-0,2	-3,2	-1,4	-3,7
Ago	4,6	5,2	3,3	3,7	5,1	7,6	2,1	-2,6	-16,0	3,5	8,3	27,9	2,9	2,2	-9,6
Sep	1,3	1,8	2,0	3,0	1,9	4,7	-2,7	-2,8	-14,6	2,5	-5,6	6,0	0,2	-3,2	6,1
Oct	3,0	6,5	4,8	7,0	2,6	6,9	-4,4	-0,6	-10,9	4,2	3,1	-0,5	-2,1	2,9	1,5
Nov	7,0	5,3	8,6	5,9	3,2	9,3	-4,3	3,4	-3,4	7,4	3,9	8,6	-0,8	-0,5	3,4
Dic	7,4	8,4	9,4	11,7	6,8	16,3	-2,2	3,0	-4,9	8,0	3,7	8,3	-7,3	2,6	2,2
14 Ene	6,5	10,7	7,6	11,8	6,0	12,3	-0,8	2,6	-7,3	8,6	6,3	5,5	5,2	0,1	5,5
Feb	6,5	6,1	5,5	7,2	8,0	11,2	4,4	3,1	-4,2	7,4	8,8	0,8	3,6	-1,4	8,1
Mar	-7,4	-0,7	-6,4	1,4	-2,1	0,7	-5,5	0,4	-1,9	1,5	12,4	-11,6	4,0	-1,7	22,3
Abr	15,5	8,4	15,9	10,5	11,3	13,2	8,5	9,4	4,2	11,8	0,5	17,0	7,3	10,4	2,2
May	4,7	4,0	1,4	0,2	2,7	5,7	-2,2	3,9	-0,4	5,7	9,8	-2,3	0,1	-2,6	18,3
Jun	3,3	3,3	2,0	1,2	3,8	4,5	2,5	4,8	4,1	5,1	5,6	-6,2	4,5	-4,4	19,5
Jul	2,4	1,4	-0,2	-1,8	3,4	5,9	-0,7	...	...	...	...	...	...	-3,3	...
Ago	5,0	5,2	2,7	2,2	3,6	8,8	-3,2	...	...	...	...	...	...	-0,1	...

TURISMO
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



TRANSPORTE
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: INE e Instituto de Estudios Turísticos (Estadística de Movimientos Turísticos en Frontera).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadros 14 y 15.

a. Información procedente de los directorios hoteleros. Desde enero de 2006, se ha ampliado el ámbito temporal de recogida de la información a todos los días del mes. Debido a distintas actualizaciones en los directorios de establecimientos hoteleros, no son directamente comparables los datos de distintos años. Existen coeficientes de enlace para los periodos: año 2005; junio 2009-mayo2010; julio 2010-julio 2011.

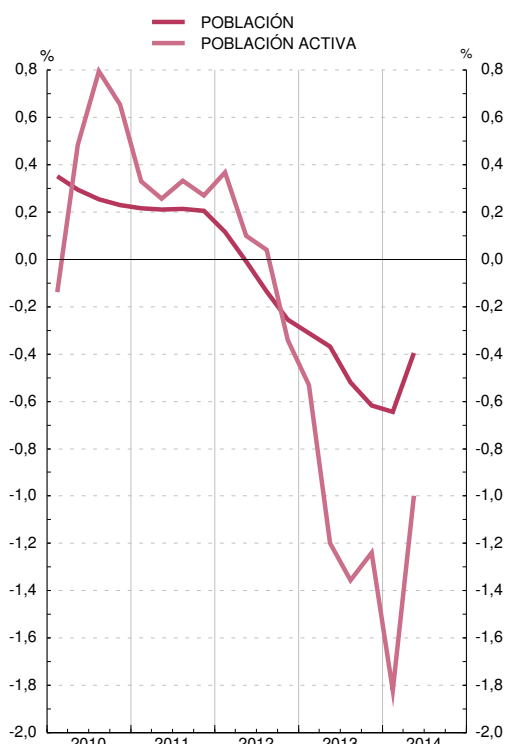
4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Población mayor de 16 años			Tasa de actividad (%)	Población activa				
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4		Miles de personas	Variación interanual (a)			1 T 4
							Total (Miles de personas)	Por población (Miles de personas)	Por tasa de actividad (Miles de personas)		9
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
11	M	38 842	82	0,2	60,33	23 434	69	50	20	0,3
12	M	38 815	-27	-0,1	60,40	23 444	10	-16	26	0,0
13	M	38 639	-176	-0,5	60,02	23 190	-254	-106	-148	-1,1
13	I-II	38 707	-132	-0,3	60,09	23 258	-406	-159	-248	-0,9
14	I-II	38 506	-201	-0,5	59,55	22 930	-657	-239	-417	-1,4
11	IV	38 882	80	0,2	60,29	23 440	63	48	15	0,3
12	I	38 854	46	0,1	60,31	23 433	86	27	58	0,4
	II	38 824	-4	-0,0	60,50	23 490	23	-2	25	0,1
	III	38 799	-53	-0,1	60,55	23 492	9	-32	41	0,0
	IV	38 783	-99	-0,3	60,23	23 360	-80	-60	-20	-0,3
13	I	38 733	-121	-0,3	60,18	23 308	-125	-73	-52	-0,5
	II	38 681	-143	-0,4	60,00	23 208	-282	-86	-196	-1,2
	III	38 597	-202	-0,5	60,04	23 173	-319	-121	-197	-1,4
	IV	38 543	-240	-0,6	59,86	23 071	-290	-144	-146	-1,2
14	I	38 484	-250	-0,6	59,46	22 884	-425	-148	-276	-1,8
	II	38 528	-153	-0,4	59,63	22 976	-232	-91	-141	-1,0

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA
Variaciones interanuales



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

a. Col. 7 = (col. 5 / col. 1) * col.2; 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 2011), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 2002. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

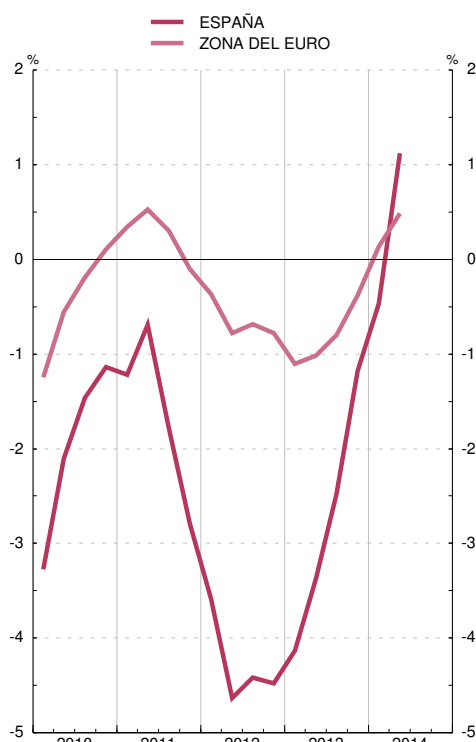
4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

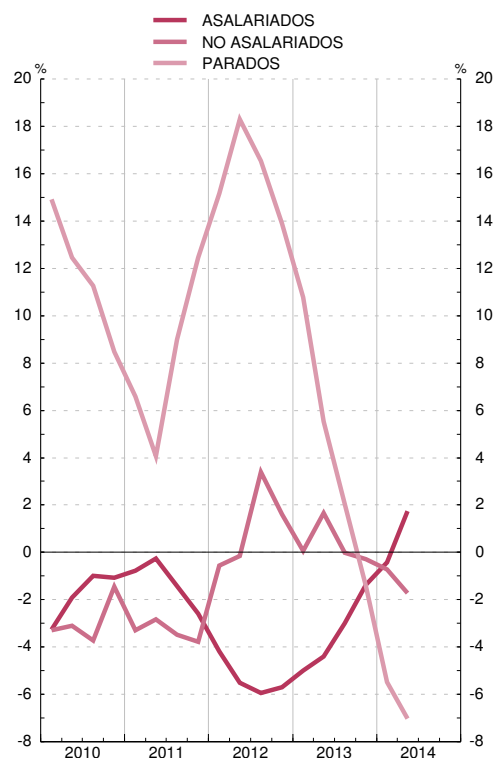
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados			Pro memoria: zona del euro		
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de paro (%)	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		
11	M	18 421	-303	-1,6	15 394	-198	-1,3	3 027	-105	-3,4	5 013	373	8,0	21,39	0,3	10,07
12	M	17 633	-789	-4,3	14 573	-821	-5,3	3 059	32	1,1	5 811	798	15,9	24,79	-0,7	11,28
13	M	17 139	-494	-2,8	14 069	-504	-3,5	3 070	11	0,3	6 051	240	4,1	26,10	-0,8	11,94
13 I-II	M	17 095	-666	-3,8	14 030	-692	-4,7	3 066	26	0,9	6 163	463	8,1	26,50	-1,1	11,97
14 I-II	M	17 152	56	0,3	14 124	94	0,7	3 028	-37	-1,2	5 778	-385	-6,2	25,20	0,3	11,65
11 IV		18 153	-522	-2,8	15 151	-404	-2,6	3 003	-118	-3,8	5 287	585	12,4	22,56	-0,1	10,49
12 I		17 765	-661	-3,6	14 724	-644	-4,2	3 041	-17	-0,6	5 668	747	15,2	24,19	-0,4	10,78
II		17 759	-864	-4,6	14 720	-859	-5,5	3 038	-4	-0,1	5 731	887	18,3	24,40	-0,8	11,20
III		17 668	-817	-4,4	14 561	-918	-5,9	3 107	102	3,4	5 824	826	16,5	24,79	-0,7	11,42
IV		17 339	-814	-4,5	14 289	-862	-5,7	3 051	48	1,6	6 021	734	13,9	25,77	-0,8	11,72
13 I		17 030	-735	-4,1	13 987	-737	-5,0	3 043	2	0,1	6 278	610	10,8	26,94	-1,1	11,95
II		17 161	-598	-3,4	14 072	-648	-4,4	3 088	50	1,7	6 047	316	5,5	26,06	-1,0	12,00
III		17 230	-438	-2,5	14 124	-437	-3,0	3 106	-1	-0,0	5 943	119	2,0	25,65	-0,8	11,96
IV		17 135	-204	-1,2	14 093	-195	-1,4	3 042	-9	-0,3	5 936	-85	-1,4	25,73	-0,4	11,87
14 I		16 951	-80	-0,5	13 930	-58	-0,4	3 021	-22	-0,7	5 933	-345	-5,5	25,93	0,1	11,72
II		17 353	192	1,1	14 318	245	1,7	3 036	-53	-1,7	5 623	-424	-7,0	24,47	0,5	11,58

OCUPADOS
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE
Tasas de variación interanual



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

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2011), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 2002. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

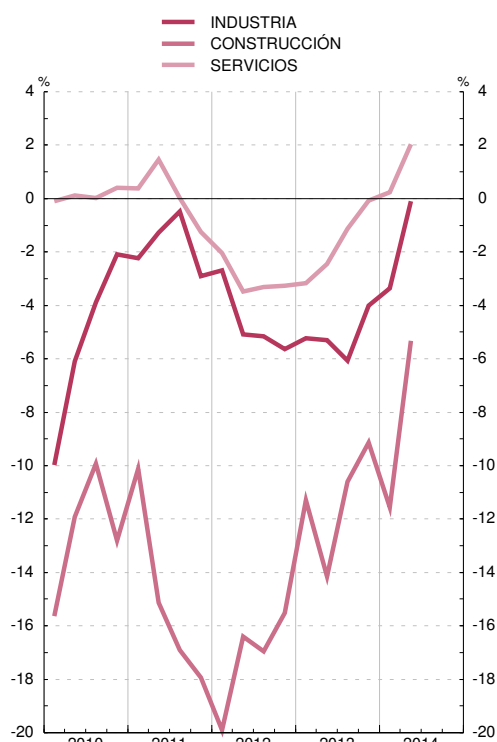
4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

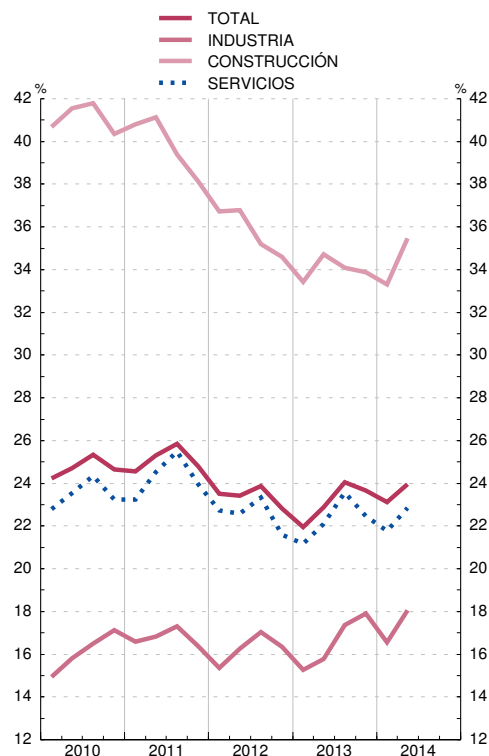
Tasas de variación interanual y porcentajes

		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria:
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados ramas no agrarias
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
11	M	-1,6	-1,3	25,1	-3,9	-2,8	56,7	-1,7	-1,6	16,8	-15,0	-15,0	39,9	0,2	0,3	24,3	-1,5
12	M	-4,3	-5,3	23,4	-1,6	-2,5	59,4	-4,6	-5,6	16,3	-17,3	-22,4	35,8	-3,0	-3,8	22,6	-4,4
13	M	-2,8	-3,5	23,1	-0,9	-1,8	59,5	-5,2	-4,6	16,6	-11,4	-14,0	34,0	-1,7	-2,5	22,3	-2,9
13 I-II	M	-3,8	-4,7	22,4	-1,1	-2,5	58,5	-5,3	-4,5	15,5	-12,7	-16,3	34,1	-2,8	-3,9	21,6	-3,7
14 I-II	M	0,3	0,7	23,5	5,4	14,5	65,0	-1,7	-1,7	17,3	-8,5	-7,3	34,4	1,1	1,1	22,3	1,3
11 IV		-2,8	-2,6	24,8	0,8	3,9	59,7	-2,9	-3,8	16,4	-17,9	-19,0	38,1	-1,2	-1,0	24,0	-3,0
12 I		-3,6	-4,2	23,5	-1,9	-4,7	60,1	-2,7	-4,0	15,4	-19,9	-25,3	36,7	-2,1	-2,1	22,7	-3,7
II		-4,6	-5,5	23,4	-1,8	-1,8	58,3	-5,1	-6,1	16,3	-16,4	-20,8	36,8	-3,5	-4,1	22,6	-4,8
III		-4,4	-5,9	23,9	1,3	0,3	55,3	-5,2	-6,5	17,0	-17,0	-22,6	35,2	-3,3	-4,6	23,3	-4,6
IV		-4,5	-5,7	22,8	-3,5	-3,4	64,0	-5,6	-5,6	16,3	-15,5	-20,4	34,6	-3,3	-4,6	21,6	-4,5
13 I		-4,1	-5,0	21,9	-6,1	-8,8	57,6	-5,2	-4,7	15,3	-11,3	-14,0	33,4	-3,2	-4,3	21,2	-4,0
II		-3,4	-4,4	22,9	4,3	4,4	59,4	-5,3	-4,4	15,8	-14,1	-18,5	34,7	-2,4	-3,6	22,1	-3,7
III		-2,5	-3,0	24,1	-2,1	-2,8	57,2	-6,1	-5,5	17,4	-10,6	-12,8	34,1	-1,1	-1,8	23,6	-2,5
IV		-1,2	-1,4	23,7	0,4	0,4	63,8	-4,0	-3,9	17,9	-9,1	-10,3	33,9	-0,1	-0,3	22,5	-1,3
14 I		-0,5	-0,4	23,1	12,9	26,2	66,6	-3,4	-3,4	16,6	-11,6	-11,4	33,3	0,2	-0,1	21,8	-1,1
II		1,1	1,7	24,0	-1,8	3,5	63,4	-0,1	-0,1	18,1	-5,3	-3,1	35,5	2,0	2,3	22,8	1,3

OCUPADOS
Tasas de variación interanual



RATIOS DE TEMPORALIDAD
Porcentajes



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

a. CNAE 2009. 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 2011), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 2002. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se ha incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005 se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

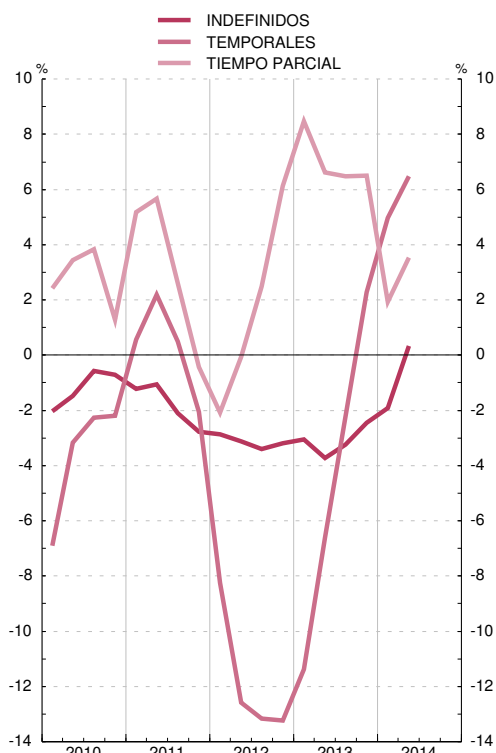
4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

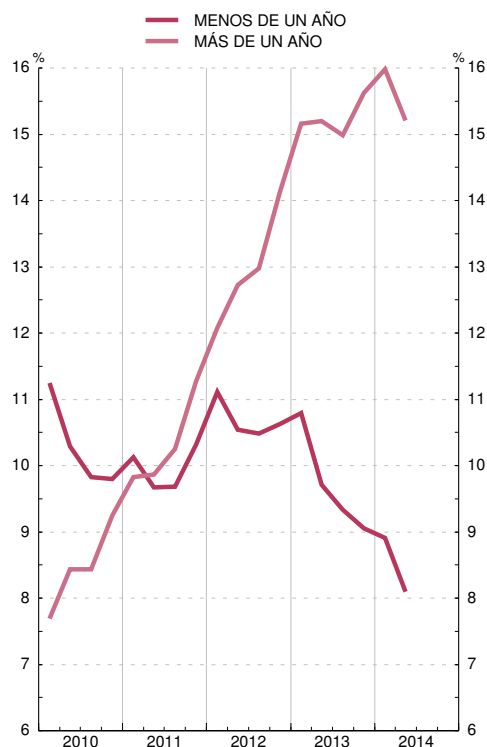
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Asalariados									Parados				
		Por tipo de contrato			Por duración de jornada						Por duración				
		Indefinido		Temporal			Tiempo completo		Tiempo parcial			Menos de un año		Más de un año	
		Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
11	M	-210	-1,8	12	0,3	25,13	-268	-2,0	69	3,3	14,30	9,95	-3,0	10,30	22,3
12	M	-363	-3,1	-458	-11,8	23,41	-855	-6,5	34	1,6	15,34	10,69	7,5	12,98	26,0
13	M	-348	-3,1	-156	-4,6	23,14	-661	-5,4	157	7,0	17,00	9,72	-10,1	15,24	16,1
13 I-II	M	-382	-3,4	-228	-6,6	22,42	-800	-6,4	168	7,5	17,17	10,25	-6,2	15,18	21,3
14 I-II	M	-87	-0,8	209	6,5	23,54	159	1,4	66	2,7	17,52	8,50	-18,2	15,59	1,3
11 IV		-326	-2,8	-79	-2,0	24,80	-395	-2,9	-10	-0,4	14,24	10,32	5,7	11,28	22,2
12 I		-333	-2,9	-311	-8,2	23,52	-597	-4,5	-47	-2,1	14,87	11,12	10,2	12,08	23,4
II		-363	-3,1	-496	-12,6	23,43	-858	-6,5	-2	-0,1	15,57	10,55	9,1	12,73	29,1
III		-391	-3,4	-527	-13,2	23,86	-971	-7,3	53	2,5	14,91	10,48	8,3	12,98	26,7
IV		-365	-3,2	-497	-13,2	22,82	-994	-7,7	132	6,1	16,02	10,63	2,7	14,14	24,9
13 I		-343	-3,0	-394	-11,4	21,94	-922	-7,4	185	8,5	16,98	10,79	-3,5	15,16	24,8
II		-421	-3,7	-228	-6,6	22,89	-800	-6,4	152	6,6	17,37	9,71	-9,1	15,20	18,0
III		-360	-3,2	-77	-2,2	24,05	-578	-4,7	141	6,5	16,37	9,33	-12,2	14,98	13,9
IV		-270	-2,4	74	2,3	23,66	-344	-2,9	149	6,5	17,30	9,05	-15,9	15,62	9,2
14 I		-210	-1,9	153	5,0	23,13	-103	-0,9	46	1,9	17,37	8,91	-18,9	15,98	3,5
II		37	0,3	209	6,5	23,95	159	1,4	86	3,5	17,67	8,10	-17,4	15,21	-0,9

ASALARIADOS
Tasas de variación interanual



PARADOS
Tasa de paro



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

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2011), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 2002. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

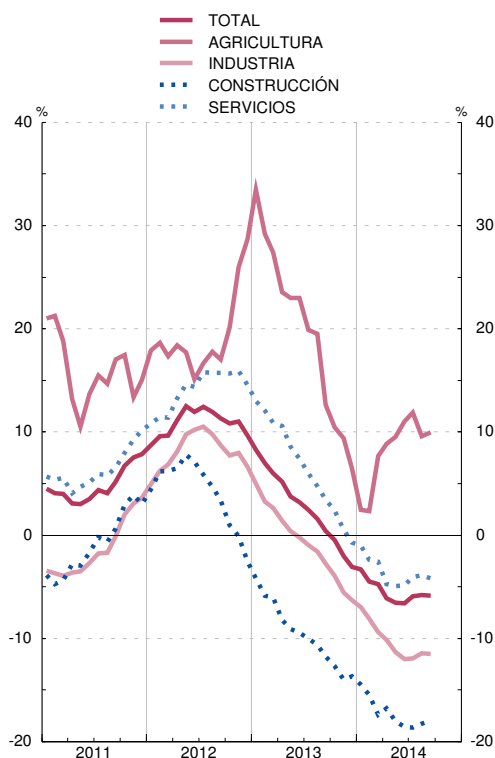
4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

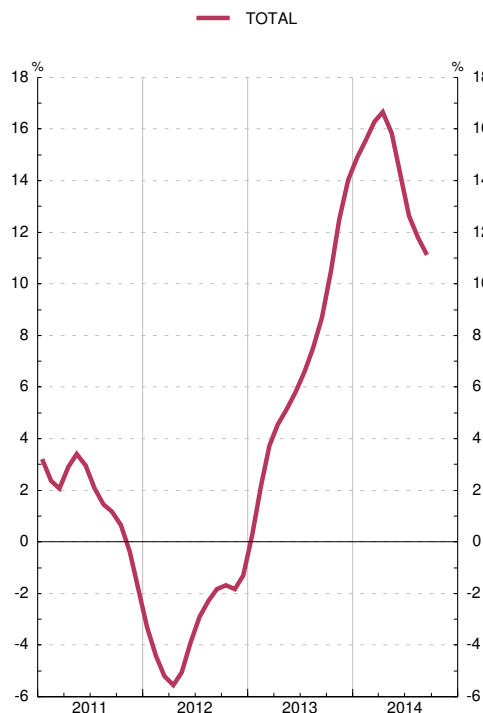
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos					Colocaciones		
		Total			Sin empleo anterior(a)	Anteriormente empleados (a)					Total		Porcentajes/total			Total			
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 12	1 T 12	1 T 12					Miles de personas	1 T 12	Indefinidos	Jornada parcial	De duración determinada	Miles de personas	1 T 12		
						Total	Agricultura	Total	Industria	Construcción								Servicios	
Año	Mes	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
11	M	4 257	196	4,8	12,9	4,1	16,0	3,8	-1,3	-0,9	6,3	1 203	0,1	7,74	30,69	92,26	1 213	1,9	
12	M	4 720	463	10,9	3,4	11,6	19,3	11,3	8,1	4,2	14,1	1 187	-1,3	9,87	34,63	90,13	1 169	-3,7	
13	M	4 845	125	2,6	-3,3	3,3	19,8	2,6	-0,7	-9,6	6,6	1 233	3,9	7,78	35,31	92,22	1 257	7,6	
13	E-S	M	4 869	196	4,2	-4,6	5,0	23,5	4,3	0,8	-8,4	8,5	1 186	0,7	7,98	35,49	92,02	1 213	5,7
14	E-S	M	4 603	-266	-5,5	1,7	-6,1	8,1	-6,8	-10,3	-17,3	-3,6	1 362	14,8	8,07	35,15	91,93	1 389	14,5
13	Ago		4 699	73	1,6	-0,5	1,8	19,5	1,1	-1,6	-10,6	4,8	1 043	-0,1	5,99	35,52	94,01	1 073	3,6
	Sep		4 724	19	0,4	0,7	0,4	12,6	-0,1	-2,7	-11,7	3,5	1 392	9,3	7,69	37,38	92,31	1 482	9,7
	Oct		4 811	-22	-0,5	1,1	-0,6	10,5	-1,1	-3,9	-12,7	2,4	1 582	10,9	7,55	37,40	92,45	1 627	10,8
	Nov		4 809	-99	-2,0	0,6	-2,2	9,4	-2,7	-5,6	-14,0	0,5	1 241	7,8	7,57	34,92	92,43	1 252	8,6
	Dic		4 701	-147	-3,0	-0,2	-3,3	6,5	-3,7	-6,3	-13,7	-0,7	1 291	22,0	6,49	32,03	93,51	1 292	20,6
14	Ene		4 814	-166	-3,3	2,3	-3,8	2,5	-4,1	-7,0	-14,5	-1,0	1 259	14,3	7,81	30,86	92,19	1 271	14,3
	Feb		4 812	-228	-4,5	1,2	-5,0	2,3	-5,3	-8,1	-15,5	-2,4	1 091	14,8	8,97	33,38	91,03	1 101	14,5
	Mar		4 796	-239	-4,8	2,3	-5,3	7,7	-6,0	-9,4	-17,4	-2,6	1 217	25,5	9,33	33,51	90,67	1 238	25,2
	Abr		4 684	-305	-6,1	1,0	-6,7	8,8	-7,4	-10,1	-16,8	-4,7	1 297	12,4	9,46	35,66	90,54	1 328	12,2
	May		4 572	-319	-6,5	1,2	-7,2	9,5	-7,9	-11,3	-18,0	-4,9	1 459	13,7	7,95	35,53	92,05	1 490	13,8
	Jun		4 450	-314	-6,6	0,5	-7,2	11,1	-8,1	-12,0	-18,6	-4,9	1 519	18,9	7,26	36,75	92,74	1 529	18,3
	Jul		4 420	-279	-5,9	1,7	-6,6	11,9	-7,5	-12,0	-18,7	-4,1	1 645	9,1	6,93	38,23	93,07	1 648	9,1
	Ago		4 428	-271	-5,8	2,6	-6,5	9,6	-7,2	-11,4	-18,3	-3,9	1 135	8,8	6,43	35,47	93,57	1 162	8,4
	Sep		4 448	-277	-5,9	2,4	-6,6	10,0	-7,3	-11,5	-18,0	-4,2	1 634	17,4	8,48	36,95	91,52	1 730	16,7

PARO REGISTRADO
Tasas de variación interanual



COLOCACIONES
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTE: Instituto de Empleo Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 16 y 17.

a. Hasta diciembre de 2008, CNAE 1993; desde enero de 2009, CNAE 2009.

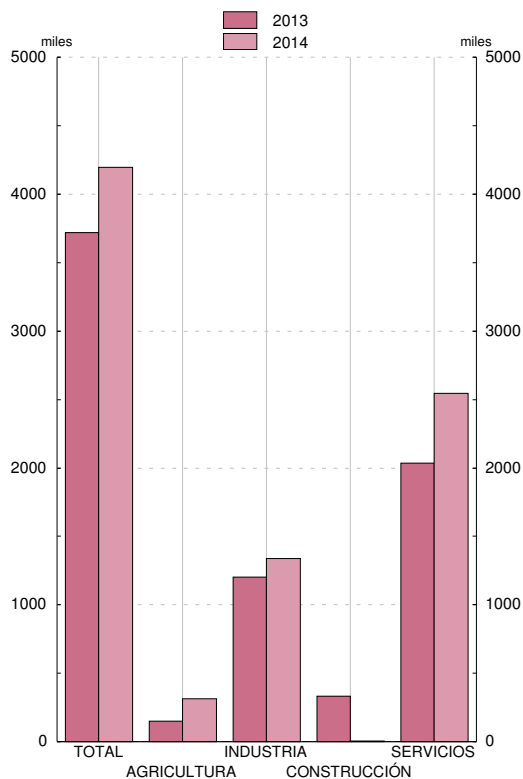
4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

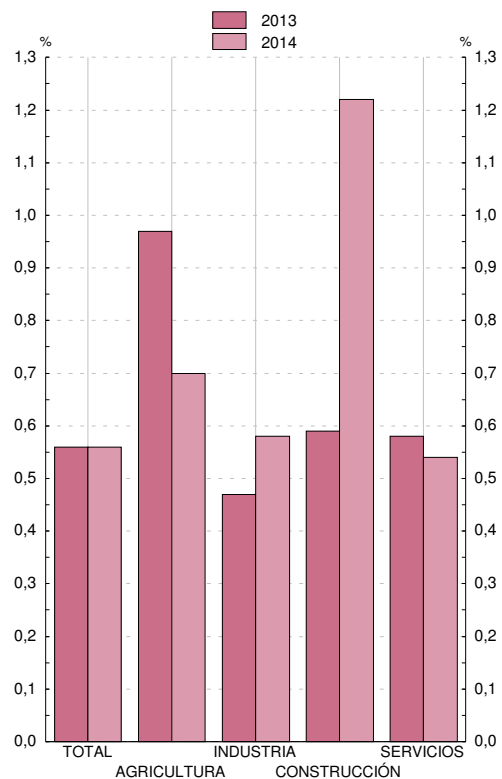
Miles de personas y porcentajes. Datos acumulados

	Según mes de inicio de efectos económicos		Según mes de registro															
	Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%) (a)(b)	Miles de trabajadores afectados							Incremento salarial medio pactado								
			Por revisados	Por firmados	Total	Variación inter-anual	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	Por revisados	Por firmados	Total	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17		
11	10 663	1,98	5 110	1 157	6 267	-826	415	1 752	1 026	3 075	2,68	1,58	2,48	2,49	2,71	1,52	2,67	
12	9 970	1,01	4 399	1 679	6 078	-189	392	1 323	417	3 947	1,54	0,69	1,31	1,81	1,41	1,07	1,25	
13	6 986	0,54	3 240	1 801	5 041	-1 038	229	1 411	351	3 049	0,66	0,41	0,57	0,95	0,49	0,58	0,58	
13																		
13 Abr	P	6 461	0,54	1 041	383	1 424	-806	30	471	8	915	0,71	0,22	0,58	2,22	0,38	1,10	0,62
May	P	6 536	0,54	1 283	422	1 705	-1 000	46	589	65	1 005	0,76	0,23	0,63	1,44	0,48	0,67	0,68
Jun	P	6 540	0,54	1 416	661	2 076	-835	54	628	109	1 285	0,79	0,35	0,65	1,30	0,51	0,64	0,70
Jul	P	6 786	0,53	1 484	951	2 435	-822	89	814	149	1 384	0,79	0,42	0,65	0,98	0,54	0,60	0,69
Ago	P	6 793	0,53	2 117	1 275	3 392	-223	148	1 112	320	1 812	0,67	0,43	0,58	0,97	0,46	0,59	0,62
Sep	P	6 863	0,53	2 338	1 381	3 719	-724	148	1 203	334	2 035	0,64	0,42	0,56	0,97	0,47	0,59	0,58
Oct	P	6 910	0,54	2 563	1 645	4 209	-625	189	1 287	338	2 395	0,64	0,41	0,55	0,94	0,49	0,59	0,55
Nov	P	6 914	0,54	2 893	1 687	4 580	-1 214	229	1 320	349	2 682	0,70	0,42	0,60	0,95	0,49	0,59	0,62
Dic	P	6 986	0,54	3 240	1 801	5 041	-1 038	229	1 411	351	3 049	0,66	0,41	0,57	0,95	0,49	0,58	0,58
14																		
14 Ene	P	3 740	0,53	...	...	966	478	36	223	0	706	...	...	0,60	1,00	0,79	-	0,52
Feb	P	3 743	0,53	...	...	1 699	898	176	380	3	1 140	...	...	0,60	0,66	0,90	1,46	0,49
Mar	P	3 748	0,53	...	...	2 709	1 557	248	908	4	1 549	...	...	0,55	0,72	0,61	1,43	0,49
Abr	P	4 030	0,55	...	...	3 067	1 642	265	1 016	4	1 783	...	...	0,56	0,74	0,62	1,42	0,51
May	P	4 030	0,55	...	...	3 500	1 795	306	1 193	4	1 998	...	...	0,54	0,70	0,58	1,41	0,49
Jun	P	4 036	0,55	...	...	3 603	1 527	308	1 232	4	2 059	...	...	0,54	0,70	0,59	1,31	0,49
Jul	P	4 184	0,56	...	...	3 768	1 333	310	1 238	4	2 216	...	...	0,55	0,70	0,59	1,29	0,51
Ago	P	4 197	0,56	...	...	3 874	482	312	1 290	4	2 267	...	...	0,55	0,70	0,58	1,21	0,51
Sep	P	4 197	0,56	...	...	4 197	478	313	1 336	5	2 544	...	...	0,56	0,70	0,58	1,22	0,54

TRABAJADORES AFECTADOS
Enero - Septiembre



INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO
Enero - Septiembre



FUENTE: Ministerio de Empleo y Seguridad Social, Estadística de Convenios Colectivos de Trabajo.

a. Hasta el año 2010, incorpora las revisiones por cláusula de salvaguarda.

b. La información de convenios registrados en 2013 con efectos económicos en 2013 no es homogénea con la del mismo periodo del año anterior.

c. Hasta diciembre 2008, CNAE 1993; desde enero 2009, CNAE 2009.

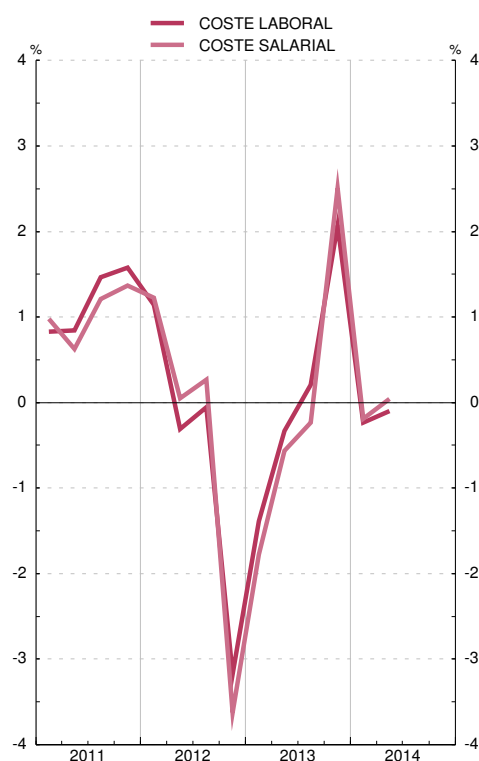
4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

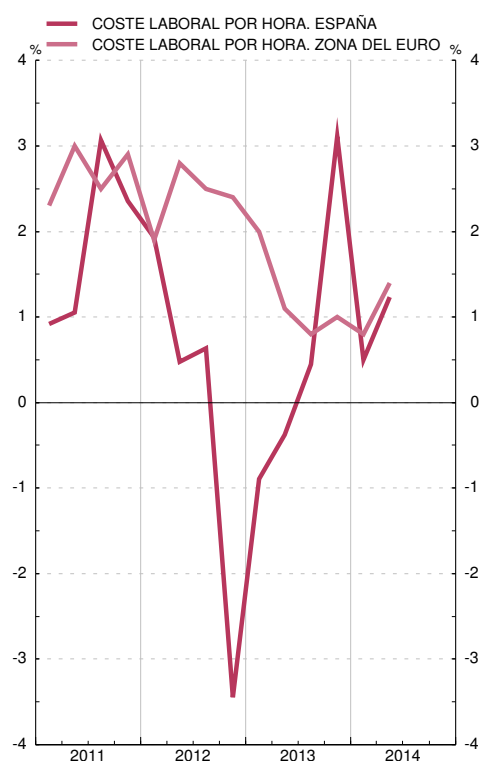
Tasas de variación interanual

		Coste laboral					Coste salarial					Otros costes por trabajador y mes	Pro memoria: Coste laboral por hora efectiva (a)		
		Por trabajador y mes				Por hora efectiva	Por trabajador y mes				Por hora efectiva		España (b)	Zona del euro (c)	
		Total	Industria	Construcción	Servicios		Total	Industria	Construcción	Servicios					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13			
11	M	1,2	1,7	2,8	1,0	2,2	1,0	2,8	2,5	0,5	2,1	1,6	1,9	2,7	
12	M	-0,6	1,9	1,5	-1,3	-0,1	-0,6	1,2	1,3	-1,1	-0,1	-0,8	-0,2	2,4	
13	M	0,2	1,8	0,5	-0,1	0,5	0,0	1,9	0,5	-0,4	0,4	0,6	0,6	1,2	
13	I-II	M	-0,8	1,7	0,5	-1,4	-0,2	-1,2	1,6	0,6	-1,9	-0,5	0,0	-0,6	1,6
14	I-II	M	-0,2	1,4	-0,5	-0,4	0,9	-0,1	1,8	0,2	-0,4	1,0	-0,4	0,9	1,1
11	IV		1,6	1,8	3,3	1,5	2,5	1,4	2,3	2,4	1,1	2,2	2,4	2,9	
12	I		1,1	2,6	2,3	0,8	1,4	1,2	1,9	1,3	1,0	1,5	1,9	1,9	
	II		-0,3	2,6	2,6	-1,0	0,7	0,0	2,1	2,2	-0,5	1,0	-1,4	2,8	
	III		-0,1	1,8	1,0	-0,4	-	0,3	1,0	1,2	0,0	0,3	-0,9	2,5	
	IV		-3,2	0,7	0,0	-4,2	-2,2	-3,6	-0,2	0,4	-4,7	-2,7	-1,8	2,4	
13	I		-1,4	1,5	-0,8	-2,0	2,1	-1,8	1,4	-0,5	-2,6	1,8	-0,3	2,0	
	II		-0,3	1,8	1,8	-0,8	-2,4	-0,6	1,8	1,5	-1,2	-2,6	0,4	1,1	
	III		0,2	2,5	0,2	-0,2	0,5	-0,2	2,1	0,5	-0,8	0,1	1,4	0,8	
	IV		2,1	1,4	0,7	2,6	1,8	2,5	2,3	0,5	2,8	2,2	3,1	1,0	
14	I		-0,2	1,0	0,4	-0,5	-1,8	-0,2	1,4	-0,0	-0,5	-1,8	0,5	0,8	
	II		-0,1	1,8	-1,3	-0,3	3,5	0,0	2,1	0,4	-0,3	3,7	1,2	1,4	

POR TRABAJADOR Y MES
Tasas de variación interanual



POR HORA EFECTIVA
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Encuesta Trimestral de Coste Laboral e Índice de Coste Laboral Armonizado) y Eurostat.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 25, 26 y 27.

a. Corregido de efecto calendario.

b. Índice de Coste Laboral Armonizado (base 2008).

c. Total economía, excluyendo agricultura, Administración Pública, educación, sanidad y otros servicios no clasificados en otra rúbrica.

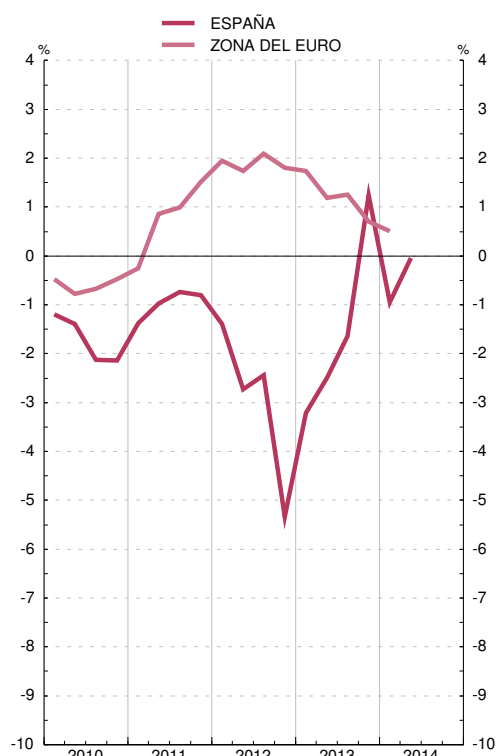
4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

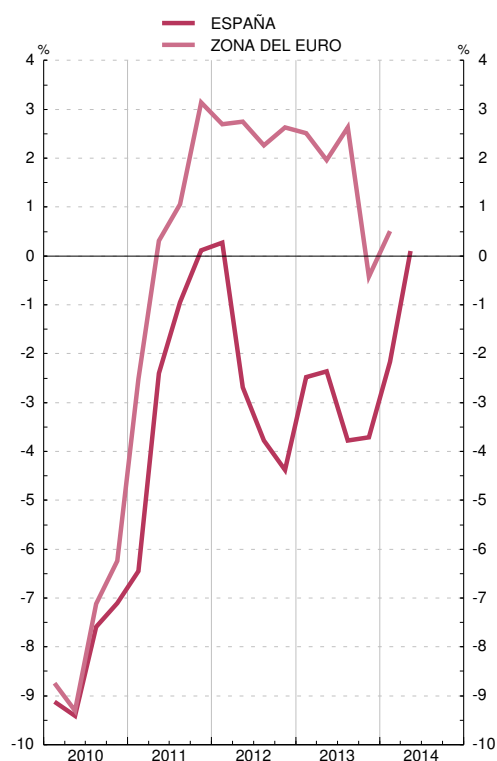
Tasas de variación interanual

		Costes laborales unitarios				Total economía				Pro memoria			
		Total economía		Industria		Remuneración por asalariado		Productividad		PIB (en volumen)		Empleo (ocupados) Total economía	
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
11	P	-1,0	0,8	-2,5	0,5	1,3	2,1	2,3	1,4	0,1	1,6	-2,2	0,3
12	P	-3,0	1,9	-2,6	2,6	0,2	1,9	3,3	0,0	-1,6	-0,6	-4,8	-0,7
13	A	-1,6	1,2	-3,1	1,7	0,7	1,7	2,3	0,4	-1,2	-0,4	-3,4	-0,8
11	///												
IV	P	-0,7	1,0	-1,0	1,1	1,6	2,1	2,4	1,1	-0,0	1,4	-2,4	0,3
	P	-0,8	1,5	0,1	3,1	1,9	2,3	2,8	0,7	-0,6	0,7	-3,3	-0,1
12	/												
II	P	-1,4	1,9	0,3	2,7	1,7	2,1	3,2	0,2	-1,2	-0,2	-4,3	-0,4
III	P	-2,7	1,7	-2,7	2,7	0,8	2,0	3,7	0,2	-1,6	-0,5	-5,1	-0,8
IV	P	-2,4	2,1	-3,8	2,3	0,7	2,1	3,2	-0,0	-1,7	-0,7	-4,7	-0,7
	P	-5,3	1,8	-4,4	2,6	-2,4	1,6	3,1	-0,2	-2,1	-1,0	-5,0	-0,8
13	/												
II	A	-3,2	1,7	-2,5	2,5	-0,5	1,7	2,9	-0,0	-1,9	-1,2	-4,7	-1,1
III	A	-2,5	1,2	-2,4	2,0	-0,1	1,6	2,5	0,4	-1,6	-0,6	-4,0	-1,0
IV	A	-1,6	1,3	-3,8	2,6	0,5	1,7	2,2	0,5	-1,1	-0,3	-3,3	-0,8
	A	1,2	0,7	-3,7	-0,4	2,7	1,6	1,5	0,9	-0,2	0,5	-1,6	-0,4
14	/												
II	A	-0,9	0,5	-2,2	0,5	-0,1	1,3	0,8	0,8	0,5	0,9	-0,4	0,1
	A	-0,0	...	0,1	...	0,3	...	0,4	...	1,2	0,6	0,8	...

COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL
Tasas de variación interanual



COSTES LABORALES UNITARIOS: INDUSTRIA
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008) y BCE.

a. España: elaborado según el SEC 95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. Empleo equivalente a tiempo completo.

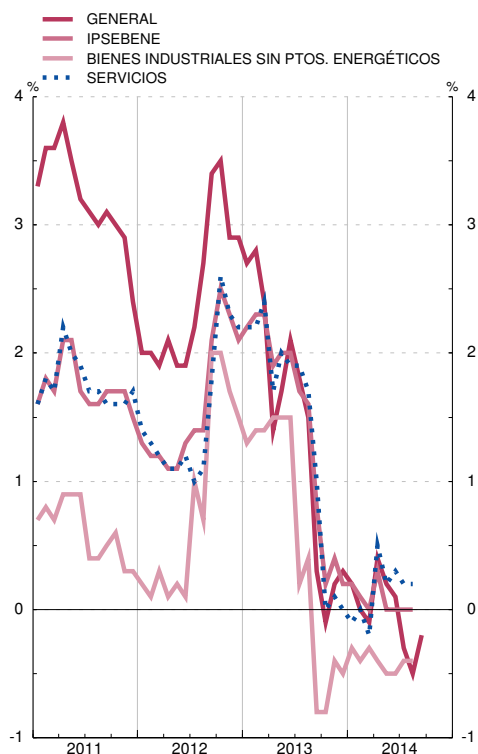
5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2011 = 100

■ Serie representada gráficamente.

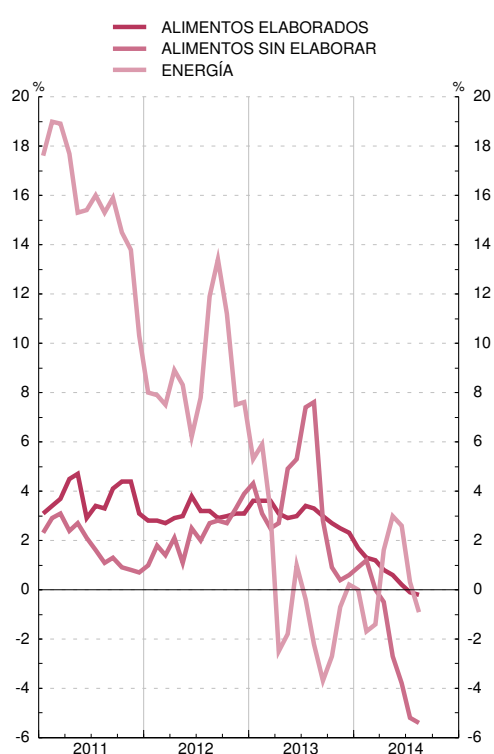
Índices y tasas de variación interanual

		Índice general (100%)				Tasa de variación interanual ($\frac{T_1}{T_{12}}$)						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2005)	
		Serie original	m ¹ (a)	T ¹ T ₁₂ (b)	s/ T _{dic} (c)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	T ¹ T ₁₂
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
11	M	100,0	—	3,2	2,4	1,8	3,8	0,6	15,8	1,8	1,7	101,5	0,7
12	M	102,4	—	2,5	2,9	2,3	3,0	0,8	8,9	1,5	1,6	111,6	9,9
13	M	103,9	—	1,4	0,3	3,5	3,1	0,6	0,1	1,4	1,5	114,6	2,7
13 E-A	M	103,7	-0,0	2,0	-0,6	4,8	3,3	1,1	1,0	2,0	2,0	115,0	8,3
14 E-A	M	103,7	-0,1	-0,0	-0,9	-2,0	0,7	-0,4	0,5	0,1	0,1	...	...
13	May	104,1	0,2	1,7	-0,2	4,9	2,9	1,5	-1,8	2,0	2,0	123,7	13,5
	Jun	104,2	0,1	2,1	-0,1	5,3	3,0	1,5	1,0	1,9	2,0	120,0	9,0
	Jul	103,7	-0,5	1,8	-0,6	7,4	3,4	0,2	-0,4	1,9	1,7	107,2	7,1
	Ago	104,0	0,3	1,5	-0,3	7,6	3,3	0,4	-2,2	1,7	1,6	104,2	-1,5
	Sep	103,8	-0,2	0,3	-0,4	2,8	3,0	-0,8	-3,7	1,0	0,8	113,4	-4,3
	Oct	104,3	0,4	-0,1	-	0,9	2,7	-0,8	-2,7	-	0,2	118,0	-5,4
	Nov	104,5	0,2	0,2	0,2	0,4	2,5	-0,4	-0,7	0,1	0,4	111,0	-7,3
	Dic	104,6	0,1	0,3	0,3	0,6	2,3	-0,5	0,2	-	0,2	117,6	-2,3
14	Ene	103,2	-1,3	0,2	-1,3	0,9	1,7	-0,3	-	-0,1	0,2	107,3	-6,2
	Feb	103,1	-	-	-1,4	1,2	1,3	-0,4	-1,7	-	0,1	108,1	-5,6
	Mar	103,4	0,2	-0,1	-1,2	-	1,2	-0,3	-1,4	-0,2	-	110,0	-7,7
	Abr	104,3	0,9	0,4	-0,3	-0,5	0,8	-0,4	1,6	0,5	0,3	112,0	-4,0
	May	104,3	-	0,2	-0,3	-2,7	0,6	-0,5	3,0	0,2	-	111,0	-10,3
	Jun	104,3	-	0,1	-0,2	-3,8	0,2	-0,5	2,6	0,3	-	...	...
	Jul	103,3	-0,9	-0,3	-1,2	-5,2	-0,1	-0,4	0,3	0,2	-	...	...
	Ago	103,5	0,2	-0,5	-1,0	-5,4	-0,2	-0,4	-0,9	0,2	-	...	...

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE, Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadros 2 y 8.

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

b. Para los períodos anuales, representa el crecimiento medio de cada año respecto al anterior.

c. Para los períodos anuales, representa el crecimiento diciembre sobre diciembre.

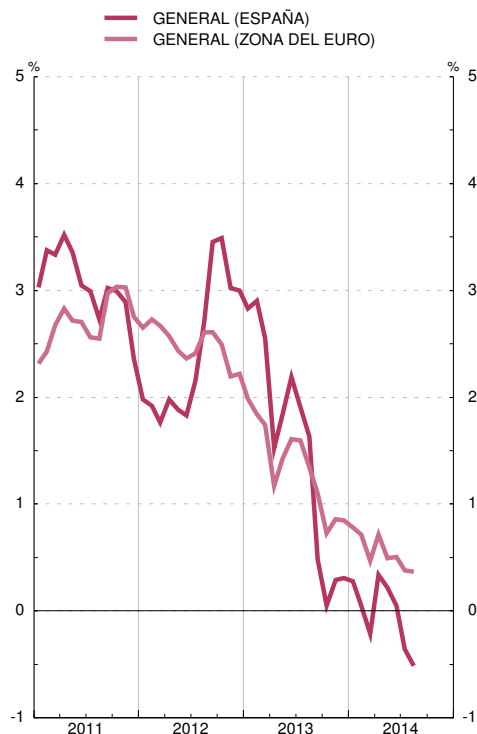
5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

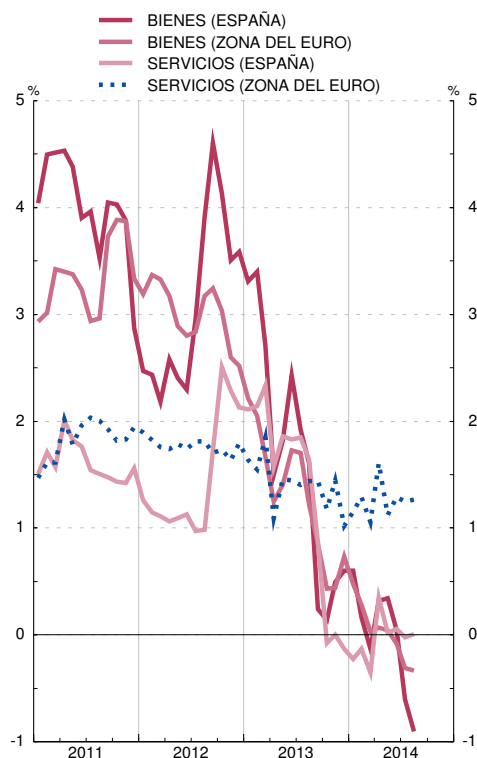
Tasas de variación interanual

		Índice general		Bienes														Servicios			
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	Alimentos						Industriales								España	Zona del euro
						Total		Elaborados		No elaborados		España	Zona del euro	No energéticos		Energía					
						España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro			España	Zona del euro	España	Zona del euro				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18				
11	M	3,1	2,7	4,0	3,3	2,8	2,7	4,2	3,3	1,3	1,8	4,7	3,7	0,5	0,8	15,7	11,9	1,6	1,8		
12	M	2,4	2,5	3,1	3,0	2,6	3,1	3,5	3,1	1,6	3,0	3,4	3,0	1,0	1,2	8,8	7,6	1,5	1,8		
13	M	1,5	1,4	1,7	1,3	3,2	2,7	3,1	2,2	3,4	3,5	0,8	0,6	1,1	0,6	0,0	0,6	1,3	1,4		
13 E-A	M	2,2	1,6	2,3	1,7	3,8	3,1	3,4	2,3	4,2	4,5	1,5	0,9	1,7	0,7	1,0	1,4	1,9	1,5		
14 E-A	MP	-0,0	0,6	-0,0	0,0	-0,1	0,5	0,2	1,5	-0,5	-1,1	0,0	-0,2	-0,2	0,1	0,4	-1,2	-0,0	1,3		
13 May		1,8	1,4	1,8	1,4	3,5	3,2	2,8	2,1	4,3	5,1	0,9	0,5	2,1	0,8	-1,8	-0,2	1,9	1,5		
Jun		2,2	1,6	2,4	1,7	3,7	3,2	2,9	2,1	4,7	5,0	1,7	1,0	2,1	0,7	1,0	1,6	1,8	1,4		
Jul		1,9	1,6	1,9	1,7	4,6	3,5	3,3	2,5	6,1	5,1	0,4	0,8	0,7	0,4	-0,4	1,6	1,8	1,4		
Ago		1,6	1,3	1,6	1,2	4,6	3,2	3,3	2,5	6,1	4,4	-0,1	0,2	0,9	0,4	-2,2	-0,3	1,6	1,4		
Sep		0,5	1,1	0,2	0,9	3,0	2,6	3,0	2,4	2,9	2,9	-1,2	-	-0,1	0,4	-3,7	-0,9	0,9	1,4		
Oct		-	0,7	0,1	0,4	2,2	1,9	2,7	2,2	1,6	1,4	-1,0	-0,3	-0,1	0,3	-2,7	-1,7	-0,1	1,2		
Nov		0,3	0,9	0,5	0,4	1,9	1,6	2,4	2,0	1,3	0,9	-0,3	-0,1	-	0,2	-0,7	-1,1	-	1,4		
Dic		0,3	0,8	0,6	0,7	1,8	1,8	2,1	2,0	1,5	1,5	-0,1	0,2	-0,2	0,3	0,2	-	-0,1	1,0		
14 Ene		0,3	0,8	0,6	0,5	1,4	1,7	1,3	2,0	1,5	1,3	0,1	-0,2	0,1	-	-	-1,2	-0,2	1,2		
Feb		0,1	0,7	0,2	0,3	1,3	1,5	0,9	1,8	1,7	0,9	-0,6	-0,4	-	0,4	-1,7	-2,3	-0,1	1,3		
Mar		-0,2	0,5	-0,1	-	0,8	1,0	0,7	1,7	0,9	-0,1	-0,7	-0,5	-0,3	0,2	-1,4	-2,1	-0,4	1,1		
Abr		0,3	0,7	0,3	0,1	0,4	0,7	0,4	1,6	0,5	-0,7	0,3	-0,3	-0,3	0,1	1,6	-1,2	0,3	1,6		
May		0,2	0,5	0,3	-	-0,4	0,1	-	1,5	-0,9	-2,1	0,8	-	-0,2	-	3,0	-	-	1,1		
Jun		-	0,5	-	-0,1	-1,0	-0,2	-0,3	1,4	-1,7	-2,8	0,6	-	-0,3	-0,1	2,6	0,1	0,1	1,3		
Jul		-0,4	0,4	-0,6	-0,3	-1,6	-0,3	-0,7	1,1	-2,7	-2,6	-	-0,3	-0,2	-	0,3	-1,0	-	1,3		
Ago	P	-0,5	0,4	-0,9	-0,3	-1,8	-0,3	-0,8	1,0	-2,9	-2,4	-0,4	-0,4	-0,2	0,3	-0,9	-2,0	-	1,3		

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL
Tasas de variación interanual



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



FUENTE: Eurostat.

a. Desde enero de 2011 se han incorporado las normas del Reglamento CE N°330/2009 de la Comisión Europea sobre el tratamiento de los productos estacionales, lo que provoca una ruptura de las series. Las series construidas con la nueva metodología sólo están disponibles desde enero de 2010. Las tasas interanuales aquí presentadas para 2010 son las difundidas por Eurostat, construidas haciendo uso de la serie con la nueva metodología para 2010 y de la serie con la antigua para 2009. De esta forma, esas tasas ofrecen una visión distorsionada al comparar índices de precios con dos metodologías diferentes. Las tasas interanuales del IAPC en 2010 calculadas de modo coherente haciendo uso solamente de la metodología anterior y que por tanto son homogéneas, son las siguientes: Ene:1,1; Feb:0,9; Mar:1,5; Abr:1,6; May:1,8; Jun:1,5; Jul:1,9; Ago:1,8; Sep:2,1; Oct:2,3; Nov:2,2; Dic:2,9. Pueden consultarse notas metodológicas más detalladas en la página de Eurostat en la Red (www.europa.eu.int)

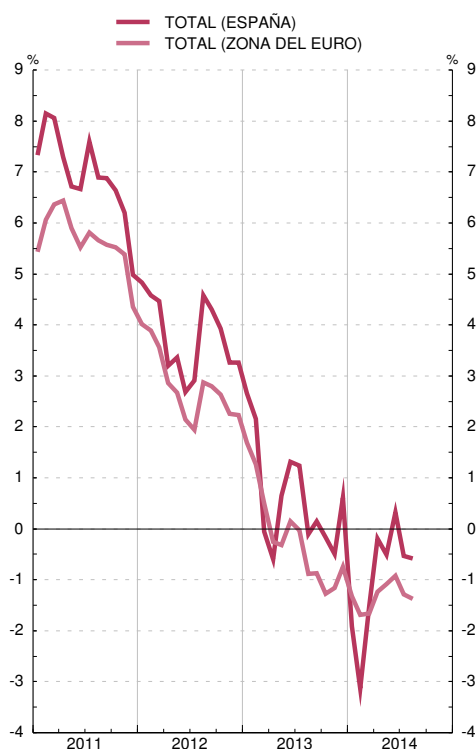
5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2010 = 100

■ Serie representada gráficamente.

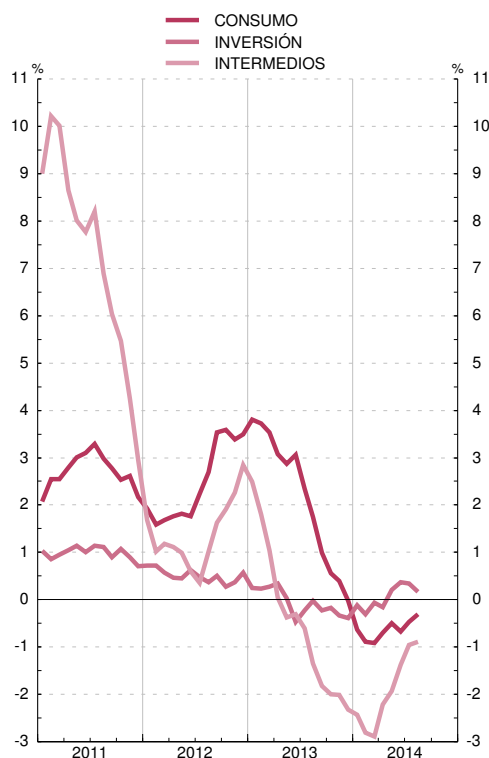
Tasas de variación interanual

		General		Bienes de consumo		Bienes de equipo		Bienes intermedios		Energía		Pro memoria: zona del euro					
		Serie original	m ¹ _(a)	T ¹ ₁₂	m ¹ _(a)	T ¹ ₁₂	m ¹ _(a)	T ¹ ₁₂	m ¹ _(a)	T ¹ ₁₂	m ¹ _(a)	T ¹ ₁₂	Total	Bienes de consumo	Bienes de inversión	Bienes Intermedios	Energía
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
11	M	106,9	—	6,9	—	2,7	—	1,0	—	7,2	—	15,3	5,7	3,3	1,5	5,8	10,9
12	M	111,0	—	3,8	—	2,5	—	0,5	—	1,4	—	9,7	2,8	2,5	1,0	0,7	6,6
13	M	111,7	—	0,6	—	2,2	—	-0,1	—	-0,5	—	0,5	-0,2	1,7	0,6	-0,6	-1,6
13 E-A	M	111,6	—	0,9	—	3,0	—	0,1	—	0,3	—	-0,3	0,3	2,0	0,6	-0,1	-1,0
14 E-A	MP	110,5	—	-1,0	—	-0,6	—	0,1	—	-1,9	—	-1,2	-1,3	0,4	0,3	-1,3	-3,7
13	May	111,1	1,2	0,7	-0,0	2,9	-0,3	0,0	-0,3	-0,4	5,1	-0,3	-0,3	1,9	0,6	-0,6	-2,4
	Jun	111,2	0,0	1,3	0,2	3,1	-0,3	-0,5	-0,4	-0,3	0,5	2,1	0,1	2,0	0,5	-0,6	-1,1
	Jul	112,2	0,9	1,2	-0,0	2,3	0,2	-0,2	-0,4	-0,6	3,8	2,8	-0,0	2,1	0,5	-0,6	-1,5
	Ago	112,1	-0,1	-0,1	0,0	1,8	0,2	-0,0	-0,3	-1,3	-0,2	-0,6	-0,9	1,9	0,6	-1,0	-3,7
	Sep	112,3	0,2	0,1	0,1	1,0	-0,1	-0,2	-0,1	-1,8	0,7	1,7	-0,9	1,5	0,6	-1,6	-2,9
	Oct	111,7	-0,5	-0,2	-0,4	0,6	-0,0	-0,2	-0,3	-2,0	-1,1	1,1	-1,3	1,0	0,5	-1,8	-3,6
	Nov	110,7	-0,9	-0,5	-0,2	0,4	-0,1	-0,3	-0,2	-2,0	-2,6	0,1	-1,2	0,9	0,5	-1,7	-3,1
	Dic	112,0	1,1	0,6	-0,3	-0,0	-0,0	-0,4	-0,2	-2,3	4,6	5,1	-0,7	0,8	0,6	-1,7	-1,8
14	Ene	110,5	-1,4	-1,9	-0,1	-0,6	0,2	-0,1	0,2	-2,4	-5,2	-3,9	-1,3	0,7	0,4	-1,7	-3,4
	Feb	109,4	-1,0	-3,1	-0,1	-0,9	-0,2	-0,3	-0,2	-2,8	-3,3	-7,6	-1,7	0,5	0,3	-1,8	-4,4
	Mar	109,5	0,1	-1,5	0,0	-0,9	0,3	-0,1	-0,2	-2,9	0,6	-1,7	-1,7	0,4	0,3	-1,9	-4,4
	Abr	109,7	0,1	-0,2	0,1	-0,7	-0,0	-0,2	0,2	-2,2	0,1	2,4	-1,2	0,7	0,2	-1,5	-3,4
	May	110,6	0,8	-0,5	0,2	-0,5	0,1	0,2	0,0	-1,9	3,1	0,5	-1,1	0,5	0,3	-1,2	-3,1
	Jun	111,5	0,9	0,3	0,0	-0,7	-0,1	0,4	0,2	-1,4	3,1	3,1	-0,9	0,4	0,3	-0,9	-2,5
	Jul	111,6	0,1	-0,5	0,2	-0,5	0,2	0,3	-0,0	-1,0	-0,1	-0,7	-1,3	0,2	0,3	-0,6	-4,0
	Ago	111,4	-0,1	-0,6	0,2	-0,3	0,0	0,2	-0,2	-0,9	-0,6	-1,0	-1,4	-0,0	0,4	-0,6	-4,5

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.

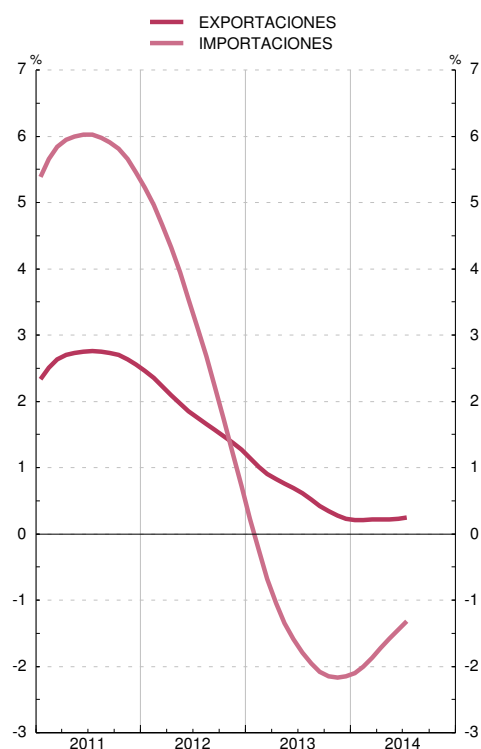
5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

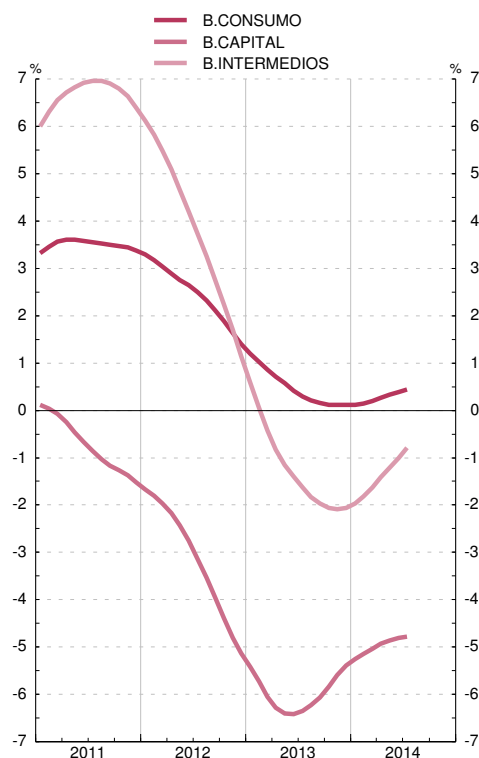
Tasas de variación interanual

	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	
11	4,9	3,9	1,5	6,0	30,2	3,5	8,5	5,5	-0,8	10,6	25,6	5,2
12	2,1	5,7	7,0	-0,4	3,1	-0,7	4,6	3,4	-2,1	5,7	10,0	2,3
13	-0,1	1,2	-5,2	-0,1	-5,8	0,6	-4,2	-0,9	-8,2	-4,9	-8,6	-2,6
13 E-J	0,4	2,1	-5,3	0,3	-4,3	0,8	-3,9	-0,7	-9,8	-4,2	-8,7	-2,2
14 E-J	-0,6	0,7	-0,1	-1,5	-3,2	-1,3	-2,5	-0,3	-5,7	-2,8	-3,4	-1,7
13 Feb	-2,4	-0,8	-11,6	-1,7	1,6	-0,7	-3,8	0,9	-6,4	-4,9	-6,6	-2,3
Mar	-3,4	-0,4	-4,7	-4,6	-10,8	-3,7	-5,0	-2,8	-10,8	-5,2	-8,3	-3,3
Abr	1,9	3,4	-6,4	2,7	1,4	2,4	-6,6	0,8	-18,5	-7,5	-9,7	-6,3
May	-0,3	2,7	-3,4	-1,6	-9,0	-2,0	-5,8	4,3	-15,1	-7,8	-22,5	-2,6
Jun	2,8	4,4	0,6	2,4	-9,2	2,9	-2,8	-3,9	-14,2	-1,3	-3,0	0,0
Jul	1,4	0,4	-5,2	2,9	0,8	3,8	-2,3	-4,0	-6,4	-1,4	-5,8	-0,2
Ago	1,9	3,8	-3,3	1,1	-3,1	0,7	-6,4	-1,7	-12,2	-7,5	-10,6	-4,5
Sep	-2,8	-3,2	-6,1	-2,6	-5,8	-1,8	-3,7	0,3	-9,9	-4,3	-6,8	-1,2
Oct	0,6	0,1	-1,2	1,0	-10,0	2,9	-6,7	-5,3	-10,0	-7,0	-8,4	-5,3
Nov	-1,3	0,1	-10,3	-0,4	-14,0	0,5	-2,8	1,8	-0,3	-4,5	-8,3	-2,1
Dic	-2,4	-0,8	-3,8	-2,9	-7,1	-1,1	-3,5	-0,5	2,9	-5,5	-7,7	-2,2
14 Ene	-2,2	-0,9	-2,4	-2,8	-4,3	-2,8	-6,7	-2,7	-1,9	-8,3	-12,1	-5,1
Feb	-0,3	3,6	0,6	-2,7	-7,3	-2,3	-3,3	-1,2	-7,4	-3,7	-7,7	-2,0
Mar	2,8	3,0	-0,2	3,0	5,0	2,8	-4,9	-2,1	-20,6	-4,1	-8,2	-3,4
Abr	-1,6	-0,3	4,8	-3,5	-9,8	-2,5	0,3	1,4	1,4	-0,1	-3,7	3,0
May	1,3	0,7	2,8	1,4	1,5	2,2	0,8	-0,8	-4,3	1,7	11,5	-1,3
Jun	-2,6	-1,7	-2,0	-3,3	1,6	-4,0	-2,1	2,8	-4,0	-3,5	-5,6	-1,7
Jul	-1,8	0,6	-4,0	-2,7	-9,7	-2,4	-1,3	0,4	-3,1	-1,7	1,3	-1,5

ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS EXPORTACIONES Y DE LAS IMPORTACIONES (a)



ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS IMPORTACIONES POR GRUPOS DE PRODUCTOS (a)



FUENTES: ME, MHAP y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 6 y 7.

a. Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS).

6.1. ADMINISTRACIONES PÚBLICAS. CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN SEGÚN EL PROTOCOLO DE DÉFICIT EXCESIVO (PDE)

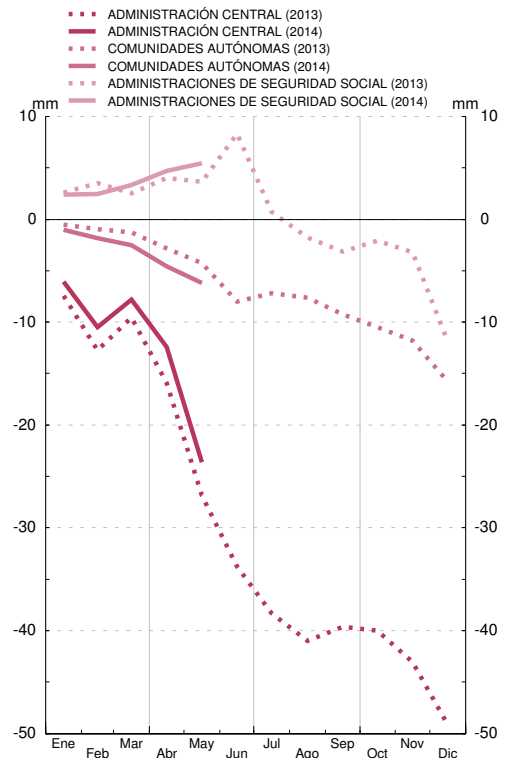
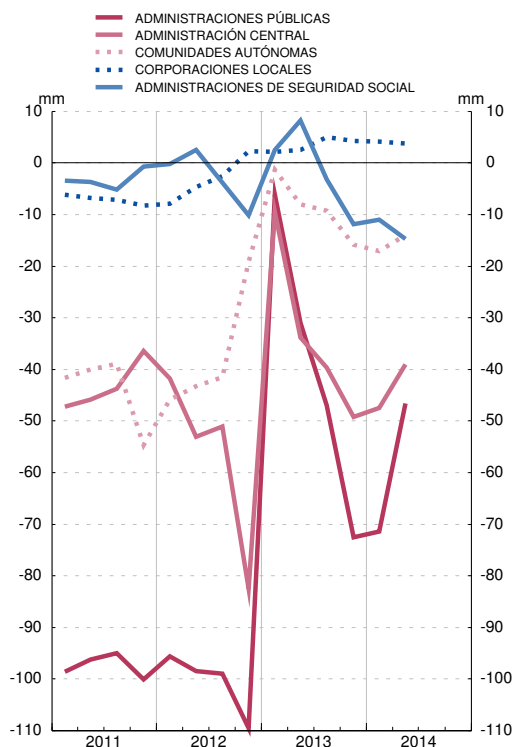
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

		Administración Central					
		Total			Comunidades Autónomas (b)	Corporaciones Locales	Administraciones de Seguridad Social
		Del cual:					
		Administraciones Públicas (1 = 2+4+5+6)	Estado (a)				
11		-100 072	-36 406	-31 476	-54 673	-8 252	-741
12	P	-109 460	-82 416	-44 141	-19 170	2 287	-10 161
13	A	-72 577	-49 148	-45 446	-15 781	4 213	-11 861
13 II	A	-24 830	-24 243	-21 733	-6 716	370	5 759
13 III	A	-15 966	-5 843	-3 650	-1 198	2 532	-11 457
13 IV	A	-25 595	-9 529	-9 403	-6 563	-800	-8 703
14 I	A	-5 014	-7 829	-9 881	-2 551	2 010	3 356
13 E-M	A	...	-26 849	-26 106	-4 259	...	3 667
14 E-M	A	...	-23 635	-25 748	-6 220	...	5 437
13 Jul	A	...	-4 544	-4 458	801	...	-7 587
Ago	A	...	-2 667	-2 486	-392	...	-2 461
Sep	A	...	1 368	3 294	-1 607	...	-1 409
Oct	A	...	-399	-169	-1 242	...	1 078
Nov	A	...	-3 018	-3 285	-1 351	...	-1 141
Dic	A	...	-6 112	-5 949	-3 970	...	-8 640
14 Ene	A	...	-6 059	-6 037	-1 032	...	2 378
Feb	A	...	-4 450	-6 275	-777	...	87
Mar	A	...	2 680	2 431	-742	...	891
Abr	A	...	-4 619	-4 288	-2 000	...	1 335
May	A	...	-11 187	-11 579	-1 669	...	746

CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN (PDE) DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Por tipo de administración. Suma móvil 4 trimestres

CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN (PDE) DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Por tipo de administración. Datos acumulados enero fecha. Información mensual



FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (IGAE).

a. El detalle por operaciones se difunde en el indicador 6.3.

b. El detalle por Comunidades Autónomas se difunde en el indicador 6.6.

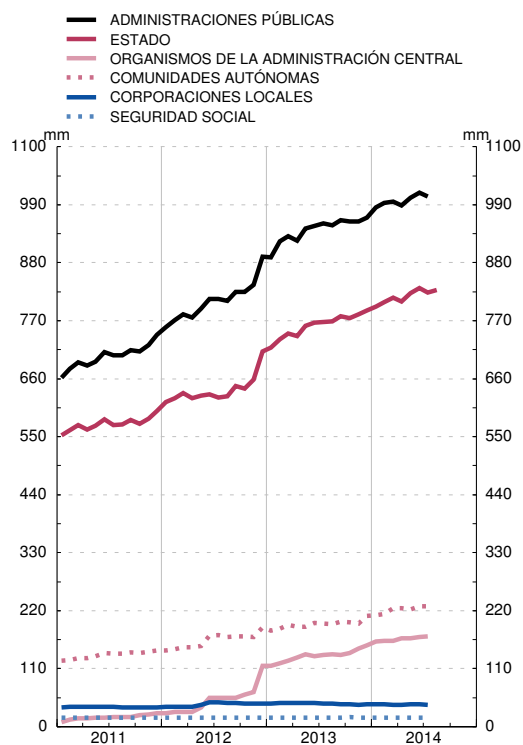
6.2. ADMINISTRACIONES PÚBLICAS. DEUDA SEGÚN EL PROTOCOLO DE DÉFICIT EXCESIVO (PDE) (a)

■ Serie representada gráficamente.

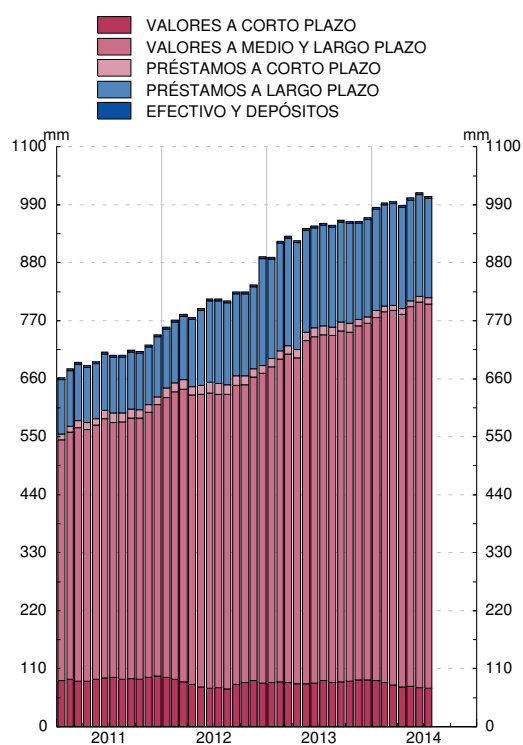
Millones de euros

	Total	Por administraciones						Por instrumentos							
		Administración Central		Comunidades Autónomas	Corporaciones Locales	Administraciones de Seguridad Social	Deuda en poder de Administraciones Públicas (consolidación)	Efectivo y Depósitos	Valores distintos de acciones			Préstamos			
		Estado	Otras Unidades						Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	
	1=(2 a 6)-7	2	3	4	5	6	7	8	9=10+11	10	11	12=13+14	13	14	
09	568 700	479 541	8 129	92 435	34 700	17 169	63 274	3 468	472 678	86 395	386 283	92 555	9 775	82 780	
10	649 259	544 790	6 767	123 419	35 453	17 169	78 338	3 584	534 226	88 201	446 025	111 449	8 438	103 011	
11	743 531	598 995	25 243	145 086	36 819	17 169	79 781	3 685	610 699	96 153	514 546	129 146	15 232	113 915	
12	P 890 993	711 474	114 932	188 424	44 005	17 188	185 030	3 681	669 887	82 563	587 324	217 425	15 143	202 282	
13	<i>Feb</i>	P 920 728	735 080	120 705	186 407	44 585	17 195	183 243	3 671	696 628	85 141	611 486	220 430	15 901	204 529
	<i>Mar</i>	P 930 363	745 437	125 670	193 465	44 958	17 188	196 355	3 672	707 095	83 260	623 835	219 596	15 170	204 426
	<i>Abr</i>	P 922 022	741 503	131 704	189 599	44 736	17 191	202 711	3 677	699 588	81 174	618 414	218 756	16 194	202 562
	<i>May</i>	P 945 280	760 750	137 104	189 664	44 611	17 188	204 037	3 673	731 982	81 755	650 227	209 625	16 420	193 205
	<i>Jun</i>	P 950 417	766 967	133 746	197 163	44 540	17 202	209 200	3 674	739 422	82 989	656 433	207 322	17 875	189 447
	<i>Jul</i>	P 954 200	767 666	136 023	195 828	44 201	17 193	206 711	3 702	743 033	87 660	655 373	207 465	17 618	189 847
	<i>Ago</i>	P 951 606	769 229	136 989	194 469	43 393	17 189	209 664	3 709	742 500	83 451	659 049	205 396	15 601	189 795
	<i>Sep</i>	P 961 242	779 068	135 609	199 748	43 107	17 190	213 479	3 714	750 773	85 402	665 371	206 755	16 715	190 040
	<i>Oct</i>	P 957 840	774 927	140 242	198 236	42 160	17 747	215 472	3 690	748 408	86 420	661 988	205 742	16 332	189 410
	<i>Nov</i>	P 957 777	782 423	147 682	195 612	41 816	17 195	226 951	3 688	760 164	88 308	671 856	193 924	12 487	181 438
	<i>Dic</i>	P 966 181	789 028	153 935	209 773	42 114	17 187	245 857	3 696	765 746	88 106	677 640	196 738	12 079	184 659
14	<i>Ene</i>	P 985 131	796 203	161 933	211 188	42 036	17 187	243 417	3 712	776 220	87 745	688 475	205 199	13 776	191 423
	<i>Feb</i>	P 994 065	804 942	162 513	213 812	42 266	17 188	246 655	3 712	787 113	83 470	703 643	203 239	10 784	192 456
	<i>Mar</i>	P 995 843	813 206	162 689	224 975	41 911	17 188	264 126	3 726	788 961	79 415	709 546	203 155	10 720	192 435
	<i>Abr</i>	A 988 702	806 390	167 540	224 163	41 906	17 192	268 488	3 737	782 294	75 069	707 225	202 671	10 282	192 389
	<i>May</i>	A 1 002 739	821 941	167 504	222 212	42 647	17 189	268 753	3 767	796 702	76 000	720 703	202 271	10 635	191 636
	<i>Jun</i>	A 1 012 606	831 414	170 468	228 219	41 994	17 203	276 691	3 804	804 833	74 652	730 181	203 970	11 547	192 423
	<i>Jul</i>	A 1 005 693	823 814	170 794	227 789	40 938	17 196	274 838	3 849	801 645	73 032	728 613	200 199	12 207	187 992

DEUDA SEGÚN EL PDE DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Por subsectores. Miles de millones de euros



DEUDA SEGÚN EL PDE DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Por instrumentos. Miles de millones de euros



FUENTE: BE.

Nota: Los saldos de deuda se han elaborado siguiendo la metodología del nuevo SEC2010.

a. La última información que ha sido contrastada con la que consta en los registros administrativos de las Comunidades Autónomas y de los seis grandes ayuntamientos es la correspondiente a junio de 2014.

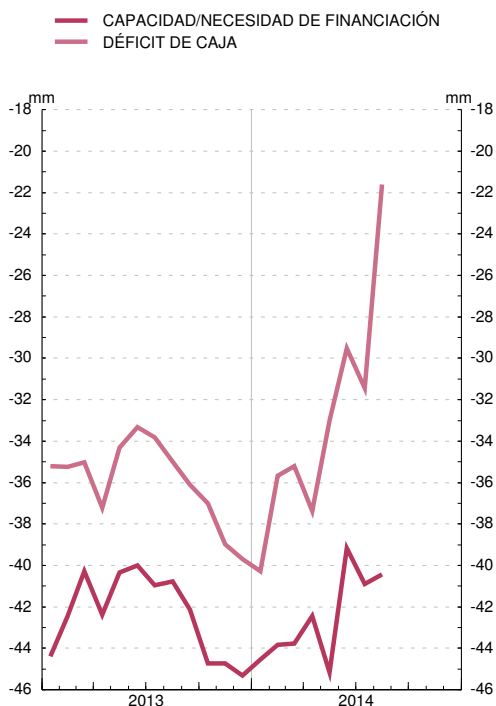
6.3. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

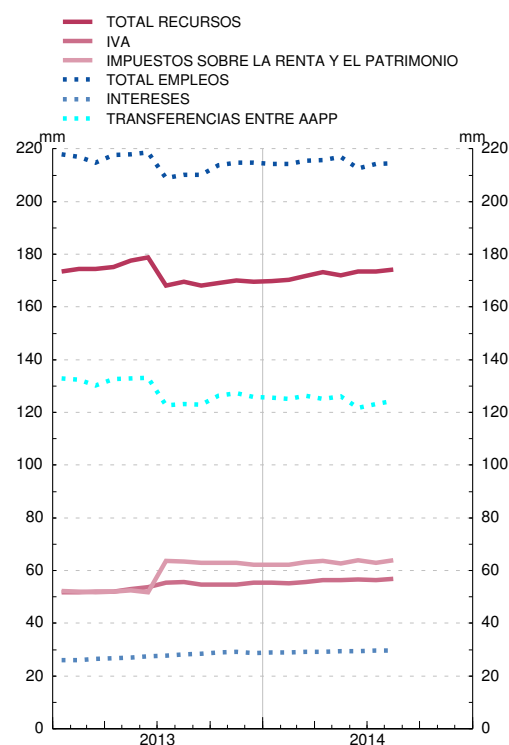
Millones de euros

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación 1 = 2-8	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: déficit de caja		
		Total 2 = 3+7	Impuesto sobre el valor añadido (IVA) 3	Otros impuestos sobre los productos y sobre importaciones excepto IVA 4	Intereses y otras rentas de la propiedad 5	Impuestos sobre la renta y el patrimonio 6	Resto 7	Total 8 = 9+13	Remuneración de asalariados 9	Intereses 10	Transferencias corrientes y de capital entre Administraciones Públicas 11	Ayudas a la inversión y otras transferencias de capital 12	Resto 13	Déficit de caja 14 = 15-16	Ingresos líquidos 15	Pagos líquidos 16
12	-44 093	173 033	51 403	19 781	7 559	51 976	42 314	217 126	17 991	25 694	132 978	1 840	38 623	-29 013	123 344	152 357
13	P -45 321	169 504	55 441	22 765	9 878	62 213	19 207	214 825	18 250	28 690	125 752	1 326	40 807	-39 678	121 118	160 796
13 E-A	P -39 643	104 390	37 772	14 425	5 146	35 287	11 760	144 033	11 730	18 847	87 657	271	25 528	-45 186	66 612	111 798
14 E-A	A -34 743	109 066	39 055	15 182	5 479	37 061	12 289	143 809	11 607	19 836	86 179	390	25 797	-27 113	82 018	109 131
13 Ago	P -2 427	11 550	3 022	1 766	731	4 398	1 633	13 977	1 312	2 453	7 049	60	3 103	-9 412	-1 096	8 315
Sep	P 3 186	16 964	7 229	2 227	396	5 881	1 231	13 778	1 343	2 382	7 386	57	2 610	3 426	12 562	9 136
Oct	P -80	17 378	4 027	1 852	629	9 538	1 332	17 458	1 305	2 497	10 907	127	2 622	8 206	22 706	14 500
Nov	P -3 092	11 570	3 165	2 434	325	3 996	1 650	14 662	1 333	2 397	8 362	64	2 506	-4 154	5 911	10 065
Dic	P -5 692	19 202	3 248	1 827	3 382	7 511	3 234	24 894	2 539	2 567	11 440	807	7 541	-1 970	13 327	15 297
14 Ene	A -6 289	11 217	4 914	2 057	453	2 934	859	17 506	1 324	2 508	10 692	27	2 955	-15 856	5 221	21 077
Feb	A -6 726	11 331	5 326	2 116	345	2 566	978	18 057	1 316	2 223	10 221	34	4 263	4 464	16 092	11 629
Mar	A 3 391	20 249	8 035	1 592	1 887	7 398	1 337	16 858	1 336	2 520	10 080	36	2 886	-2 979	6 774	9 753
Abr	A -5 124	13 071	3 763	1 807	695	5 706	1 100	18 195	1 318	2 454	10 466	45	3 912	-730	13 440	14 170
May	A -11 509	6 079	2 830	2 000	428	-421	1 242	17 588	1 312	2 485	10 821	36	2 934	-3 308	7 654	10 961
Jun	A -348	19 119	7 452	1 875	631	6 863	2 298	19 467	2 383	2 491	10 759	150	3 684	-8 793	3 855	12 649
Jul	A -6 185	15 637	3 407	1 961	534	6 581	3 154	21 822	1 325	2 584	15 043	50	2 820	-335	20 242	20 577
Ago	A -1 953	12 363	3 328	1 774	506	5 434	1 321	14 316	1 293	2 571	8 097	12	2 343	424	8 739	8 315

ESTADO. CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN Y DÉFICIT DE CAJA
Suma móvil 12 meses



ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN CONTABILIDAD NACIONAL
Suma móvil 12 meses



FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (IGAE).

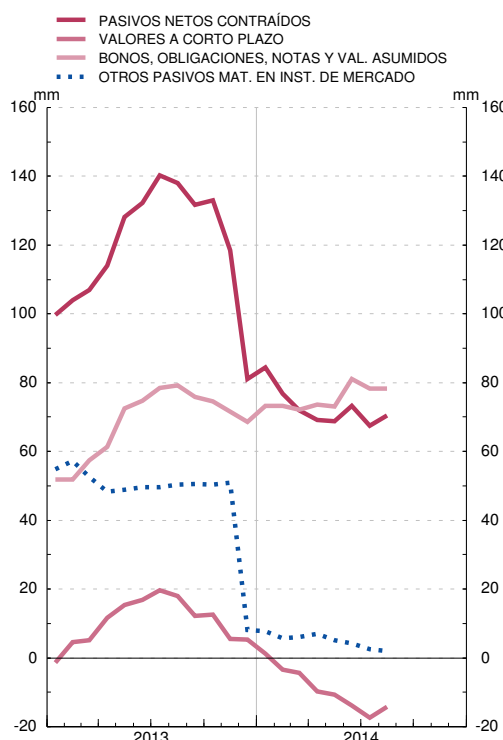
6.4. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Adquisiciones netas de activos financieros		Pasivos netos contraídos										Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)	
		Del cual	Depósitos en el Banco de España	Del cual		Por instrumentos					Por sectores de contrapartida				
				Total	En monedas distintas de la peseta/ euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	Otras cuentas pendientes de pago	En poder de sectores residentes		Resto del mundo		
											Total	Instituciones financieras monetarias			Otros sectores residentes
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
12	-44 093	66 764	2 275	110 857	-2 704	-5 749	65 832	-542	55 391	-4 076	74 467	95 161	-20 694	36 390	114 933
13	P -45 321	35 678	-2 400	80 999	-34	5 376	68 612	-876	8 014	-127	25 886	11 580	14 306	55 113	81 125
13 E-A	P -39 643	11 058	-2 401	50 701	-37	5 491	46 307	-876	6 294	-6 514	44 671	41 324	3 347	6 030	57 215
14 E-A	A -34 743	5 386	-90	40 129	-3	-14 047	55 960	-946	311	-1 148	34 114	29 551	4 562	6 016	41 278
13 Ago	P -2 427	613	-134	3 040	2	-2 850	6 095	-	640	-844	1 709	-2 635	4 344	1 332	3 885
Sep	P 3 186	10 417	2 901	7 231	2	1 525	10 429	-	111	-4 834	-1 361	1 663	-3 024	8 592	12 066
Oct	P -80	-7 667	-800	-7 587	-3	813	-8 027	-	-42	-332	-10 689	-6 636	-4 053	3 101	-7 256
Nov	P -3 092	779	300	3 871	2	-1 839	11 351	-	446	-6 086	-12 032	-8 587	-3 445	15 903	9 957
Dic	P -5 692	21 090	-2 400	26 782	2	-614	8 552	-	1 206	17 639	5 296	-16 185	21 481	21 487	9 143
14 Ene	A -6 289	-3 751	0	2 538	2	-685	3 625	-	8	-409	6 713	13 694	-6 981	-4 175	2 948
Feb	A -6 726	774	-0	7 500	2	-3 160	14 173	-	202	-3 715	3 042	-1 242	4 284	4 458	11 215
Mar	A 3 391	11 125	-1	7 734	2	-2 664	13 429	-	326	-3 357	4 997	4 330	667	2 737	11 091
Abr	A -5 124	-12 391	2	-7 267	-15	-4 193	-5 545	-946	966	2 451	1 983	-390	2 373	-9 250	-9 718
May	A -11 509	9 442	-0	20 951	2	865	17 949	-	34	2 102	13 829	14 346	-517	7 122	18 849
Jun	A -348	12 845	-89	13 193	2	-4 475	16 838	-	6	824	-2 611	-787	-1 825	15 804	12 369
Jul	A -6 185	-16 736	0	-10 551	2	-53	-10 604	-	-1 440	1 545	1 620	-5 712	7 332	-12 171	-12 097
Ago	A -1 953	4 079	-2	6 032	2	318	6 095	-	208	-590	4 542	5 312	-770	1 490	6 622

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.

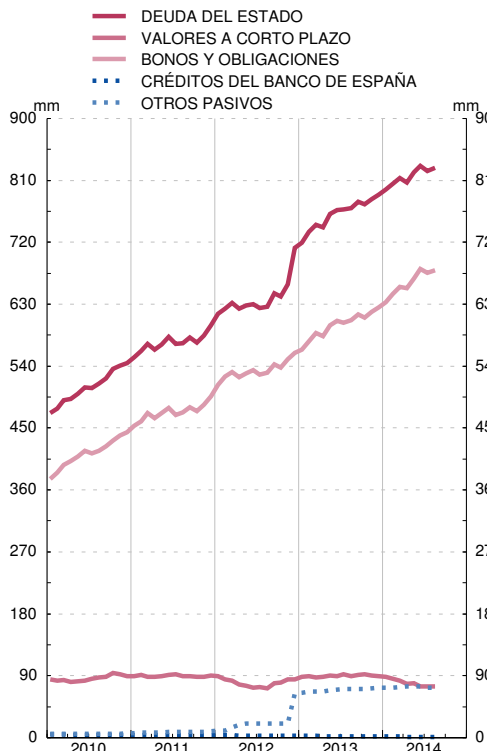
6.5. ESTADO. DEUDA SEGÚN EL PROTOCOLO DE DÉFICIT EXCESIVO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

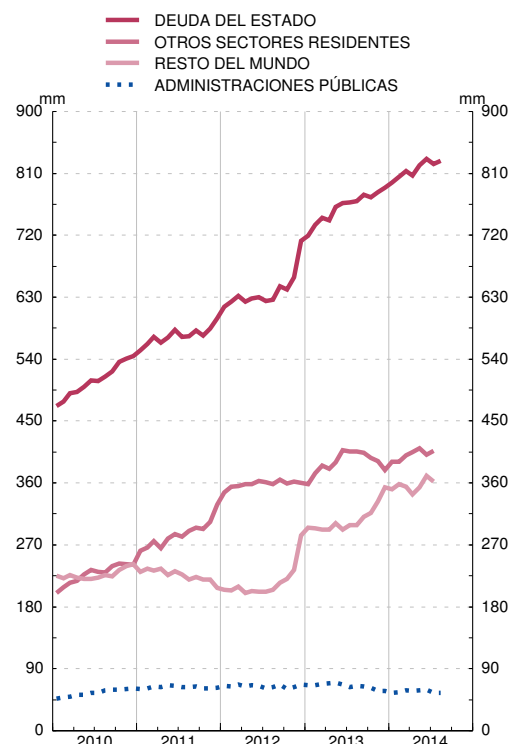
Millones de euros

	Deuda según el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE)										Pro memoria:				
	Del cual:		Por instrumentos				Por sectores de contrapartida				Depósitos en el Banco de España incluyendo Subastas de liquidez del Tesoro	Avalos prestados (saldo vivo)			
	Total	En monedas distintas del euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Resto de deuda PDE (a)	En poder de sectores residentes			Resto del mundo		Total	De los cuales:		
							Total	Administraciones Públicas	Otros sectores residentes				Concedidos a otras AAPP	A FEEF (b)	A Entidades de crédito
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
09	479 541	68	85 513	383 864	4 665	5 498	263 300	46 105	217 195	216 240	24 791	58 854	3 000	-	49 008
10	544 790	0	89 756	444 308	4 082	6 644	302 636	61 170	241 466	242 154	28 898	73 560	6 000	-	59 506
11	P 598 995	0	90 608	495 662	3 499	9 228	391 375	62 613	328 763	207 620	30 616	99 748	23 851	2 993	64 659
12	P 711 474	0	84 613	559 327	2 915	64 640	427 748	67 328	360 420	283 748	35 000	168 165	26 608	30 820	68 399
13 Ago	A 769 229	0	89 504	606 869	1 943	70 934	470 708	64 928	405 780	298 542	31 400	170 944	31 720	33 840	51 532
Sep	A 779 068	239	90 987	615 115	1 943	71 044	468 328	64 468	403 860	310 762	43 380	169 363	29 654	34 657	51 411
Oct	A 774 927	235	91 742	610 260	1 943	71 002	458 916	62 461	396 455	316 032	40 649	169 926	30 454	35 887	50 128
Nov	A 782 423	240	89 839	619 213	1 943	71 448	449 610	57 836	391 774	332 834	26 361	168 108	31 954	35 887	46 951
Dic	A 789 028	240	89 174	625 278	1 943	72 654	435 810	57 387	378 423	353 239	20 284	165 054	31 954	34 841	46 607
14 Ene	A 796 203	244	88 434	633 185	1 943	72 641	445 511	54 947	390 563	350 693	19 578	165 181	31 954	36 481	45 247
Feb	A 804 942	242	85 231	644 924	1 943	72 844	446 604	55 885	390 718	358 338	27 766	158 369	30 454	37 300	39 550
Mar	A 813 206	241	82 521	655 571	1 943	73 169	458 413	58 443	399 970	354 793	31 797	146 523	28 299	34 668	32 853
Abr	A 806 390	243	78 295	652 988	972	74 136	463 070	57 955	405 115	343 320	18 659	143 736	28 299	35 693	30 583
May	A 821 941	246	79 141	667 658	972	74 170	468 176	58 219	409 957	353 764	29 627	143 645	28 299	36 307	29 962
Jun	A 831 414	250	74 640	681 627	972	74 176	460 821	59 291	401 530	370 593	29 705	143 761	28 299	36 922	29 512
Jul	A 823 814	252	74 561	675 544	972	72 736	461 795	55 250	406 546	362 018	19 264	143 802	28 299	38 516	28 273
Ago	A 828 064	251	74 850	679 297	972	72 944	...	55 161	...	...	22 340	133 844	28 299	38 516	18 373

ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN
Por instrumentos. Miles de millones de euros



ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN
Por sectores de contrapartida. Miles de millones de euros



FUENTE: BE.

- a. Incluye los préstamos del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), otros préstamos, valores no negociables y moneda en circulación.
b. Facilidad Europea de Estabilización Financiera.

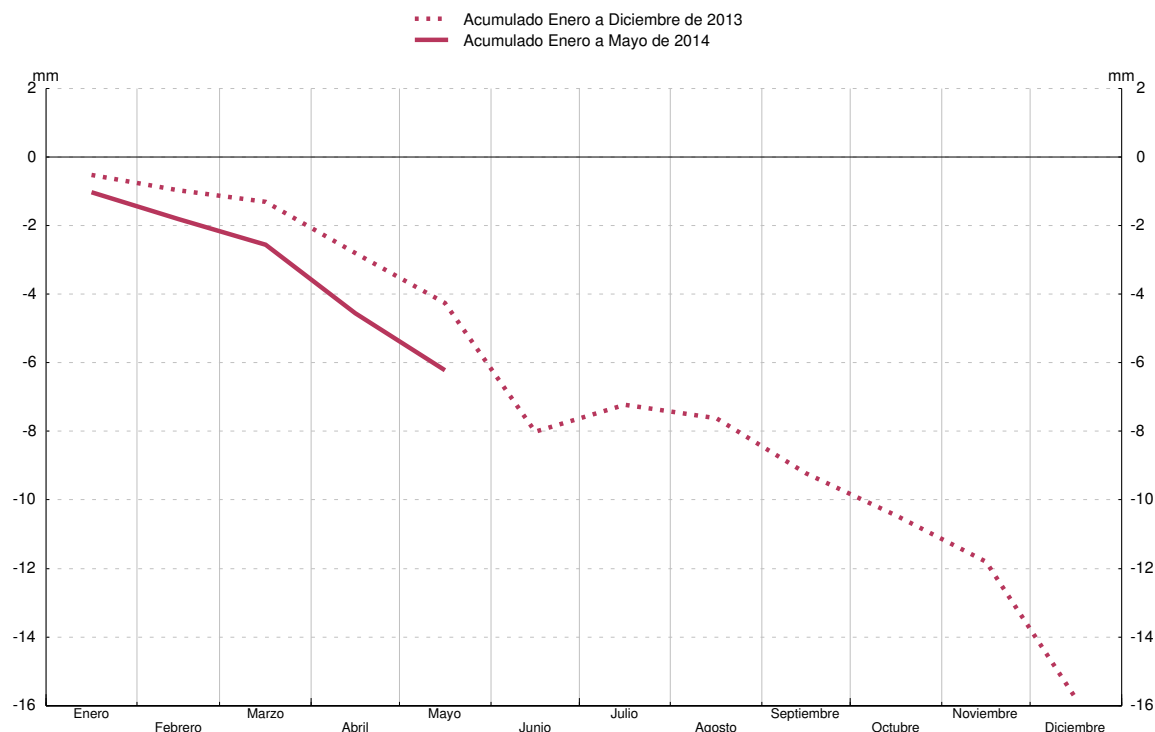
6.6. COMUNIDADES AUTÓNOMAS. CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN SEGÚN EL PROTOCOLO DE DÉFICIT EXCESIVO (PDE)

Millones de euros

	Total	Andalucía	Aragón	Princ. de Asturias	Illes Balears	Canarias	Cantabria	Castilla-La Mancha	Castilla y León	Cataluña	Extremadura	Galicia	La Rioja	Comun. de Madrid	Región de Murcia	Comun. Foral Navarra	País Vasco	Comun. Valenciana
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
11 III	-4 183	-467	-76	-93	-119	195	-51	-486	-253	-1 377	-13	-177	3	-240	-272	118	27	-902
IV	-30 965	-6 209	-1 112	-924	-419	-1 332	-551	-1 791	-1 736	-5 131	-1 094	-1 867	-249	-2 282	-1 008	-128	-1 738	-3 394
12 I	P -349	-705	18	38	134	-116	10	260	14	573	-4	-145	26	-87	-169	-235	221	-182
II	P -7 807	-1 137	-250	-158	-261	-354	-110	-371	-543	-1 985	-225	-472	-48	-823	-325	-140	-224	-381
III	P -2 414	-77	-66	122	27	-31	5	-326	54	-1 481	50	-27	2	-401	-99	42	155	-363
IV	P -8 600	-958	-178	-224	-376	54	-96	-120	-279	-1 402	11	-66	-71	-659	-255	25	-1 083	-2 923
13 I	P -1 304	-385	-82	27	13	-19	25	-1	-155	-456	35	-62	44	-461	-100	-206	92	387
II	P -6 716	-619	-276	-13	-49	-221	-80	-337	-353	-1 249	-158	-534	-52	-942	-222	-306	-324	-981
III	A -1 198	-350	-90	-34	21	100	8	27	228	-652	84	159	-15	-171	-109	26	-151	-279
IV	A -6 563	-786	-218	-208	-319	-261	-77	-455	-308	-1 412	-122	-168	-58	-285	-405	214	-298	-1 397
14 I	A -2 551	-567	-147	3	21	41	-15	-162	-105	-718	-113	-148	-19	-693	-96	-43	83	127
13 E-M	P -4 259	-197	-219	94	-29	-19	-3	-161	-251	-1 260	-24	-380	16	-843	-258	-406	-39	-280
14 E-M	A -6 220	-1 137	-222	-37	-42	-188	-58	-280	-162	-1 583	-247	-323	-41	-1 195	-257	-221	-72	-155
13 Jul	A 801	-73	62	39	171	94	33	58	276	-114	-	286	7	144	15	-125	-161	89
Ago	A -392	120	-35	-32	-58	110	-11	-33	-43	-181	-10	-58	2	-143	-57	168	6	-137
Sep	A -1 607	-397	-117	-41	-92	-104	-14	2	-5	-357	94	-69	-24	-172	-67	-17	4	-231
Oct	A -1 242	-8	-22	-26	-81	-43	28	-58	-15	-346	-64	-59	22	-189	-93	106	-50	-344
Nov	A -1 351	-184	-65	-35	-53	-53	-17	-48	-38	-650	-55	-141	-30	21	-64	-10	678	-607
Dic	A -3 970	-594	-131	-147	-185	-165	-88	-349	-255	-416	-3	32	-50	-117	-248	118	-926	-446
14 Ene	A -1 032	-238	-7	34	14	8	-13	-24	-31	-281	-23	14	-	-201	-55	-200	-7	-22
Feb	A -777	-222	-74	-19	-34	-8	7	-52	-61	-83	-53	-85	-4	-346	-69	245	57	24
Mar	A -742	-107	-66	-12	41	41	-9	-86	-13	-354	-37	-77	-15	-146	28	-88	33	125
Abr	A -2 000	-228	-51	-1	-20	-168	-24	-85	6	-557	-70	-101	-5	-258	-73	-16	-58	-291
May	A -1 669	-342	-24	-39	-43	-61	-19	-33	-63	-308	-64	-74	-17	-244	-88	-162	-97	9

CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN SEGÚN EL PDE DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

Datos acumulados enero fecha



FUENTE: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (IGAE).

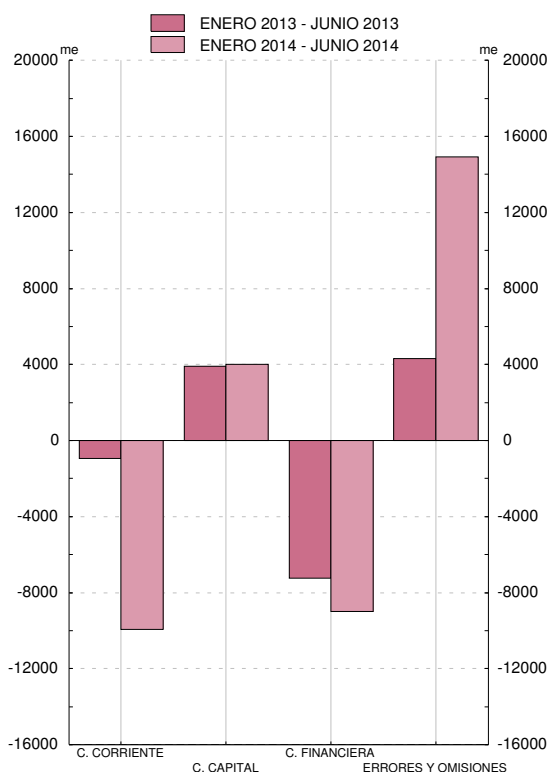
7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE

■ Serie representada gráficamente.

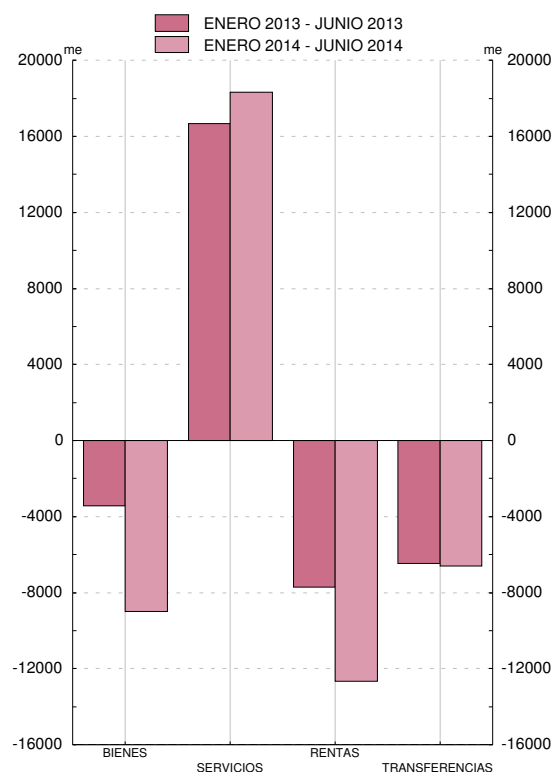
Millones de euros

		Cuenta corriente (a)												Transfe- rencias co- rrien- tes (saldo)	Cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta finan- ciera (saldo)	Errores y omision- es
		Bienes			Servicios				Rentas									
Total (saldo)		Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos		Pagos		Saldo	Ingresos	Pagos						
						Total	Turismo y viajes	Total	Turismo y viajes									
1=2+5+ 10+13		2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	9	10=11- 12	11	12	13	14	15=1+14	16	17=- (15+16)	
11		-38 968	-43 451	221 157	264 608	35 281	102 013	43 126	66 732	12 349	-24 329	46 463	70 792	-6 469	5 431	-33 537	30 307	3 230
12	P	-12 428	-27 796	230 223	258 020	37 554	106 451	43 791	68 897	11 913	-17 918	39 808	57 726	-4 267	6 594	-5 834	324	5 509
13	P	7 965	-11 637	238 703	250 340	40 870	109 307	45 505	68 437	12 249	-15 277	36 884	52 161	-5 992	7 834	15 799	-25 286	9 487
13 E-J	P	-958	-3 435	120 598	124 033	16 670	49 333	18 968	32 663	4 997	-7 713	17 517	25 231	-6 480	3 907	2 949	-7 247	4 298
14 E-J	A	-9 931	-8 987	123 357	132 344	18 332	52 683	19 855	34 351	5 404	-12 666	13 860	26 526	-6 610	4 004	-5 927	-9 008	14 935
13 Mar	P	1 004	763	20 911	20 148	2 311	7 558	2 886	5 246	822	-1 374	2 584	3 957	-697	348	1 352	-3 347	1 995
Abr	P	-1 168	-1 093	20 541	21 634	2 146	8 031	2 723	5 885	781	-1 191	2 954	4 145	-1 030	952	-216	-2 336	2 552
May	P	2 413	514	21 062	20 547	3 572	8 856	3 792	5 283	678	-730	3 378	4 108	-944	1 381	3 795	-5 353	1 559
Jun	P	2 075	-60	21 511	21 570	4 176	9 850	4 585	5 674	1 155	-1 389	3 212	4 601	-652	197	2 272	-2 291	19
Jul	P	1 709	-276	19 996	20 272	5 525	11 733	5 804	6 208	1 293	-2 379	2 944	5 323	-1 161	504	2 214	-5 254	3 041
Ago	P	2 601	-1 320	17 369	18 689	5 288	10 670	6 159	5 383	1 348	-447	2 773	3 220	-920	634	3 235	-1 142	-2 094
Sep	P	229	-2 580	19 948	22 527	4 494	10 404	5 078	5 910	1 301	-1 061	2 704	3 765	-624	115	344	-5 188	4 844
Oct	P	1 742	-869	21 721	22 590	4 265	10 363	4 411	6 098	1 172	-1 451	2 452	3 903	-204	644	2 385	954	-3 339
Nov	P	908	-1 194	19 594	20 787	2 582	8 071	2 742	5 490	1 165	-2 092	2 355	4 448	1 612	403	1 311	-2 061	750
Dic	P	1 733	-1 964	19 478	21 442	2 047	8 731	2 343	6 685	973	-133	6 138	6 272	1 784	1 627	3 360	-5 348	1 988
14 Ene	A	-3 584	-2 057	18 882	20 938	2 659	8 373	2 890	5 714	791	-3 093	2 637	5 730	-1 093	314	-3 270	2 633	637
Feb	A	-2 798	-996	19 752	20 748	2 386	7 784	2 434	5 398	871	-1 861	2 012	3 873	-2 328	109	-2 689	2 248	442
Mar	A	-1 846	-2 044	21 692	23 736	2 410	8 068	2 915	5 658	853	-1 346	2 300	3 646	-866	1 613	-233	-2 019	2 252
Abr	A	-1 636	-1 419	20 143	21 562	2 711	8 583	3 000	5 872	882	-2 009	2 294	4 303	-920	575	-1 061	-471	1 532
May	A	-584	-1 057	21 193	22 251	3 878	9 373	3 902	5 495	744	-2 688	2 503	5 191	-716	875	291	-3 406	3 115
Jun	A	517	-1 414	21 695	23 110	4 288	10 502	4 713	6 214	1 263	-1 670	2 113	3 784	-687	518	1 034	-7 992	6 958

RESUMEN



DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE



FUENTE: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5.ª edición, 1993).

a. Un signo positivo para los saldos de la cuenta corriente y de capital significa superávit (ingresos mayores que pagos) y, por tanto, un préstamo neto al exterior (aumento de la posición acreedora o disminución de la posición deudora).

b. Un signo positivo para el saldo de la cuenta financiera (variación de pasivos mayor que la variación de activos) significa una entrada neta de financiación, es decir, un préstamo neto del resto del mundo (aumento de la posición deudora o disminución de la posición acreedora).

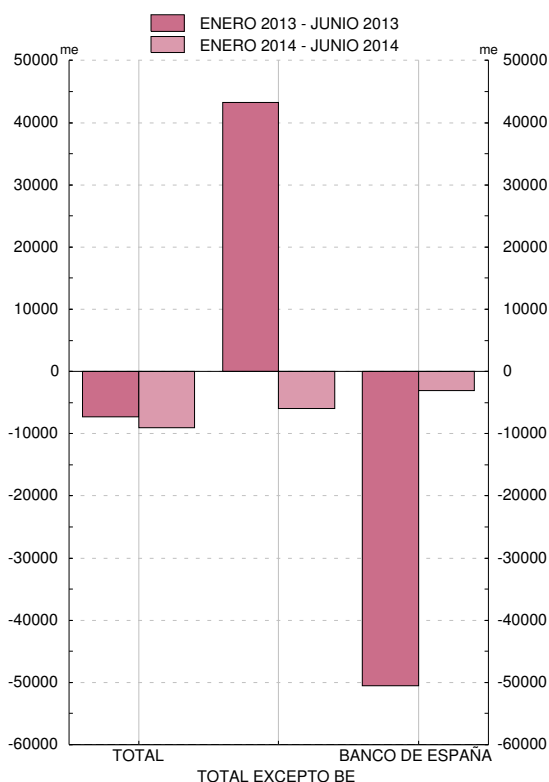
7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

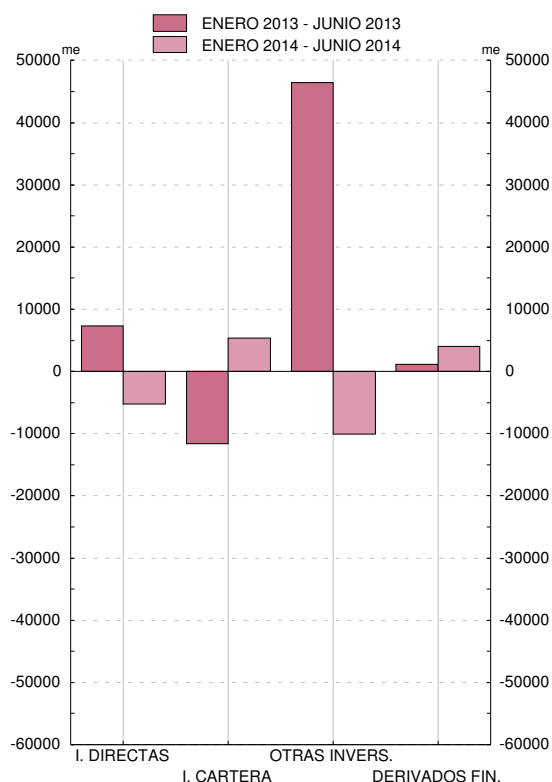
Millones de euros

Cuenta financiera	Total, excepto Banco de España											Banco de España				
	Total (VNP-VNA) 1= 2+13	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Derivados financieros netos (VNP-VNA) 12	Total (VNP-VNA) 13=14+15+16	Reservas (e) 14	Activos netos frente al Euro-sistema (e) 15	Otros activos netos (VNP-VNA) 16	
		Saldo (VNP-VNA) 3=5-4	De España en el exterior (VNA) 4	Del exterior en España (VNP) (b) 5	Saldo (VNP-VNA) 6=8-7	De España en el exterior (VNA) 7	Del exterior en España (VNP) (c) 8	Saldo (VNP-VNA) 9=11-10	De España en el exterior (VNA) 10	Del exterior en España (VNP) 11						
																2=3+6+9+12	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10	10	11
11	30 307	-78 924	-9 197	29 612	20 415	-25 700	-42 495	-68 194	-41 961	33 895	-8 066	-2 067	109 231	-10 022	124 056	-4 803
12	P 324-173 191	23 098	-3 099	19 999	-54 928	3 283	-51 645	-149 711	44 867	-104 844	8 349	173 516	-2 211	162 366	13 361	
13	P -25 286	88 981	9 890	19 609	29 499	40 360	-8 800	31 560	35 254	-52 625	-17 371	3 477	-114 267	-462	-123 660	9 855
13 E-J	P -7 247	43 261	7 291	7 496	14 787	-11 626	-4 768	-16 394	46 450	-7 148	39 302	1 146	-50 508	-406	-54 746	4 644
14 E-J	A -9 008	-5 968	-5 289	11 771	6 483	5 314	23 525	28 839	-10 102	14 857	4 756	4 108	-3 040	18	-4 214	1 156
13 Mar	P -3 347	-4 076	-1 383	5 789	4 406	-13 359	-50	-13 408	10 595	4 227	14 821	71	729	155	-226	799
13 Abr	P -2 336	4 152	3 500	-1 587	1 913	-3 264	-2 761	-6 025	2 995	-735	2 260	921	-6 488	136	-7 781	1 156
13 May	P -5 353	-2 056	555	520	1 075	3 720	403	4 122	-5 923	-2 795	-8 718	-407	-3 298	163	-4 220	759
13 Jun	P -2 291	-337	16	2 191	2 207	-10 611	-1 284	-11 894	9 658	-4 291	5 367	600	-1 954	81	-2 302	267
13 Jul	P -5 254	-5 532	1 665	-337	1 328	4 189	-5 073	-885	-11 802	-30 434	-42 236	415	278	98	-1 175	1 355
13 Ago	P -1 142	-2 242	533	1 177	1 709	239	2 371	2 610	-3 608	-3 148	-6 756	594	1 100	29	164	908
13 Sep	P -5 188	6 696	1 900	1 470	3 370	6 620	-521	6 099	-2 728	2 788	60	904	-11 884	-107	-13 063	1 286
13 Oct	P 954	4 700	4 491	-1 757	2 734	2 522	-3 936	-1 414	-3 153	-2 727	-5 880	840	-3 746	-115	-4 341	709
13 Nov	P -2 061	20 547	-426	2 968	2 542	16 899	4 284	21 183	4 005	-5 870	-1 865	70	-22 608	14	-22 928	307
13 Dic	P -5 348	21 551	-5 564	8 592	3 028	21 517	-1 157	20 361	6 089	-6 086	3	-491	-26 899	27	-27 571	645
14 Ene	A 2 633	-4 345	1 653	1 672	3 325	-9 753	7 884	-1 868	5 471	-1 560	3 911	-1 717	6 978	-43	7 411	-390
14 Feb	A 2 248	-8 707	-3 871	3 514	-358	-5 906	4 226	-1 680	2 104	-6 453	-4 348	-1 035	10 955	165	11 002	-212
14 Mar	A -2 019	2 625	-2 031	2 286	256	2 399	6 182	8 581	3 264	5 587	8 851	-1 006	-4 644	-64	-5 049	469
14 Abr	A -471	-3 893	-150	2 224	2 073	-17 255	8 743	-8 512	6 790	-1 447	5 343	6 723	3 422	-57	3 472	7
14 May	A -3 406	1 648	636	-31	605	11 583	896	12 479	-11 214	12 717	1 503	643	-5 054	77	-5 684	553
14 Jun	A -7 992	6 704	-1 525	2 108	582	24 245	-4 406	19 839	-16 518	6 013	-10 505	501	-14 696	-60	-15 367	730

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 Euro-sistema.

7.3. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. EXPORTACIONES Y EXPEDICIONES

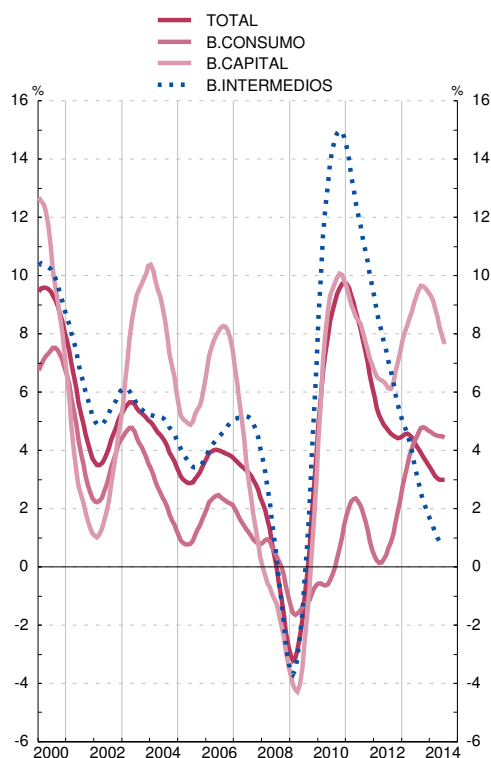
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)						Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 28		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados	
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:						
											Total	Estados Unidos					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
06	170 439	10,0	5,2	2,9	12,7	5,6	-3,7	6,2	8,1	7,9	8,4	17,7	6,0	34,5	12,8	16,5	
07	185 023	8,6	5,8	3,0	4,4	8,1	6,6	8,1	8,0	8,5	7,1	-1,1	22,3	-12,5	23,5	-0,8	
08	189 228	2,3	0,7	2,4	-5,6	0,6	19,0	-0,6	-0,1	-0,4	-0,4	1,4	30,1	1,0	1,2	4,2	
09	159 890	-15,5	-9,4	-3,4	-14,1	-12,8	-19,9	-12,2	-15,5	-13,2	-15,1	-24,4	-11,4	-17,9	-7,7	8,5	
10	186 780	16,8	15,0	-3,4	22,4	28,6	15,4	29,6	14,3	13,6	15,2	15,5	9,6	35,7	34,1	27,0	
11	215 230	15,2	10,0	6,8	17,9	10,7	12,1	11,4	12,7	9,6	13,6	20,0	26,2	18,8	27,2	1,3	
12	226 115	5,1	3,0	-2,6	-8,2	7,9	27,0	6,0	0,5	-0,6	...	14,0	...	17,6	11,7	29,9	
13	234 240	5,4	5,4	6,9	14,6	3,3	5,4	-2,9	5,0	4,4	4,0	-2,7	14,2	20,0	6,1	0,8	
13 Jun	20 848	10,5	7,5	5,0	4,9	9,2	41,3	7,1	15,3	13,0	12,7	-16,0	14,8	15,9	-3,4	-5,2	
Jul	19 861	1,3	-0,1	0,9	7,7	-1,6	-15,3	-0,5	-3,0	-4,7	-2,0	-11,2	30,5	30,0	-5,8	24,4	
Ago	17 216	3,8	1,9	6,8	38,2	-3,6	20,1	-5,3	11,8	9,9	3,7	-19,8	0,0	9,3	20,3	7,9	
Sep	19 345	8,3	11,4	22,7	22,9	5,0	-4,7	5,7	12,4	13,9	8,9	-5,4	-13,1	24,0	14,1	-4,6	
Oct	21 465	1,8	1,2	8,7	14,5	-4,6	-16,0	-3,6	6,8	7,3	3,5	-16,8	-16,8	16,3	-8,2	-14,4	
Nov	19 319	-2,2	-0,9	2,9	7,7	-4,7	17,6	-6,2	0,1	1,3	-0,9	-15,2	-11,6	14,7	-12,5	19,4	
Dic	18 313	2,9	5,5	4,4	9,5	5,2	-24,3	7,9	1,9	4,8	4,1	-2,3	-2,0	10,0	-17,6	-15,1	
14 Ene	18 434	3,1	5,4	2,5	19,8	5,1	12,3	4,6	5,2	5,6	5,8	8,1	-38,3	0,1	27,5	41,1	
Feb	19 325	4,9	5,2	7,0	17,0	2,5	2,2	2,5	7,0	5,5	7,9	32,4	-18,3	15,1	1,7	3,9	
Mar	20 633	1,7	-1,1	5,8	12,9	-6,7	-5,6	-6,8	11,3	11,4	9,8	8,7	-24,7	-4,6	-14,7	37,5	
Abr	19 645	-3,7	-2,1	-1,8	-16,2	0,3	-10,7	1,1	-3,1	-3,0	-3,7	-3,4	35,3	-16,7	-14,3	43,9	
May	20 626	-1,3	-2,5	3,9	10,3	-7,8	-25,5	-6,2	-0,5	0,9	-0,1	15,3	-1,9	-13,9	-1,8	44,4	
Jun	20 601	-1,2	1,5	3,1	1,8	0,6	3,7	0,4	-2,9	-1,2	-1,1	18,3	-16,8	-19,6	16,3	30,6	
Jul	21 585	8,7	10,6	16,0	33,0	4,4	21,8	3,2	16,8	16,0	14,0	28,3	-23,9	-15,5	-0,3	63,2	

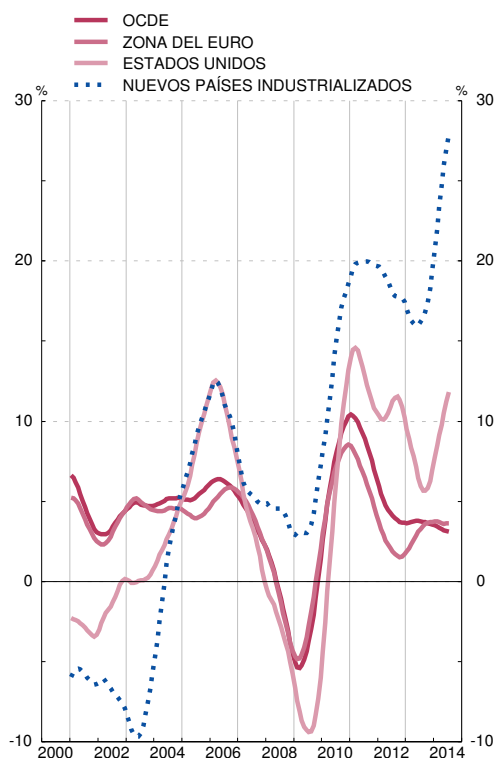
POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME, MHAP y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 4 y 5.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

7.4. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. IMPORTACIONES E INTRODUCCIONES

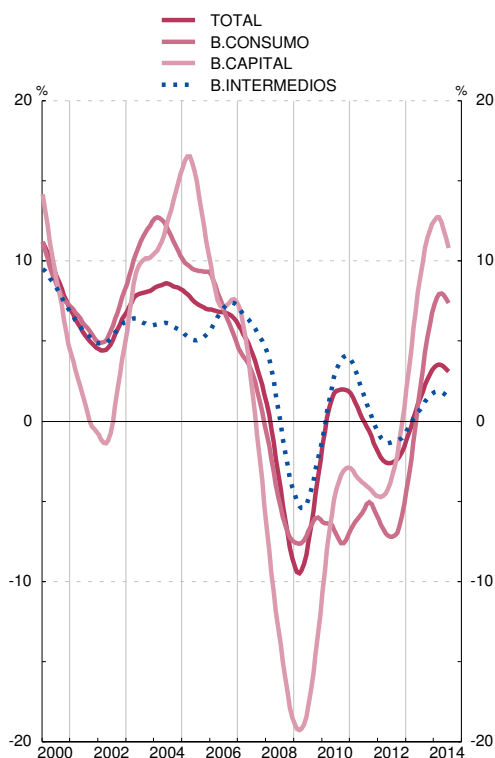
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)						Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 28		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados	
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:						
											Total	Estados Unidos					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
06	262 687	12,8	8,5	7,3	2,5	10,2	6,1	11,5	8,4	8,2	8,8	14,7	25,3	24,1	22,7	28,6	
07	285 038	8,5	7,6	5,8	10,8	7,8	4,0	8,9	10,5	11,1	9,7	16,4	-6,3	-6,8	28,7	-3,7	
08	283 388	-0,6	-4,5	-6,4	-14,3	-1,9	5,8	-3,9	-8,2	-8,7	-7,3	12,9	37,4	16,6	10,8	-16,1	
09	206 116	-27,3	-17,5	-12,1	-31,4	-17,5	-9,9	-20,0	-23,8	-25,5	-24,6	-25,1	-38,6	-31,1	-29,5	-31,6	
10	240 056	16,5	11,3	-4,1	9,0	19,0	3,3	24,5	9,8	8,0	10,5	14,2	36,0	44,8	30,8	7,1	
11	263 141	9,6	1,1	-3,0	-4,6	3,2	1,8	3,6	5,9	6,3	6,6	12,6	20,1	21,0	-1,1	-2,8	
12	257 946	-2,0	-6,3	-8,2	-7,9	-5,5	0,2	-7,0	-5,8	-5,9	...	-9,1	...	9,1	-4,8	-12,4	
13	250 195	-1,0	3,1	2,5	14,1	2,4	1,3	3,2	1,5	1,5	1,3	5,8	-6,7	-12,1	-1,2	2,4	
13 Jun	P 20 955	-2,8	-0,0	5,9	22,0	-3,5	-6,5	-2,6	2,5	1,5	3,1	-10,3	-17,5	-28,0	-12,9	-0,7	
Jul	P 20 647	-3,0	-0,7	0,1	9,7	-1,8	3,8	-3,4	-3,7	-5,4	-3,2	-1,3	-3,5	-11,9	-2,0	-2,0	
Ago	P 19 025	-3,6	3,1	5,5	17,1	1,2	-2,0	2,4	3,7	2,5	4,4	14,9	-16,4	-11,8	-6,8	8,1	
Sep	P 21 932	4,7	8,7	14,5	32,6	5,0	-4,3	8,0	9,3	9,8	8,8	-3,8	-12,8	14,8	7,6	1,2	
Oct	P 22 824	1,1	8,4	10,1	18,8	7,0	0,4	8,9	4,5	4,6	6,2	25,3	-25,6	-1,2	3,2	-8,7	
Nov	P 21 078	-0,4	2,4	7,8	19,4	-0,7	-3,8	0,2	8,2	6,8	5,5	16,4	-14,6	-5,0	-2,4	7,4	
Dic	P 20 143	5,6	9,3	11,5	15,7	8,1	-4,4	12,4	9,7	9,3	6,6	20,9	-9,5	23,7	16,4	23,4	
14 Ene	P 21 253	-0,6	6,5	17,2	11,7	3,2	-4,5	5,7	8,1	6,9	9,5	16,9	-21,9	-27,7	5,2	9,3	
Feb	P 20 948	6,9	10,6	19,9	28,3	6,4	8,1	5,9	8,1	8,1	7,1	20,4	-7,8	6,2	13,7	33,5	
Mar	P 22 686	15,4	21,4	26,0	59,2	17,0	26,2	14,2	22,3	23,7	19,1	9,7	1,6	-14,4	9,5	1,2	
Abr	P 21 800	-1,1	-1,4	8,1	11,9	-5,2	-12,5	-2,9	7,4	7,0	2,0	-23,9	-16,2	13,6	6,4	-24,4	
May	P 22 383	7,0	6,2	13,7	25,5	2,4	-4,2	4,4	8,3	8,8	7,2	10,3	1,1	-2,6	12,9	-9,1	
Jun	P 22 078	5,4	7,7	11,6	15,4	5,6	-0,3	7,3	7,4	8,4	4,4	13,7	-9,3	6,6	21,7	-1,1	
Jul	P 23 411	13,4	14,9	20,2	30,9	11,9	1,4	15,2	22,2	20,4	20,0	7,3	-0,4	-14,7	15,1	16,0	

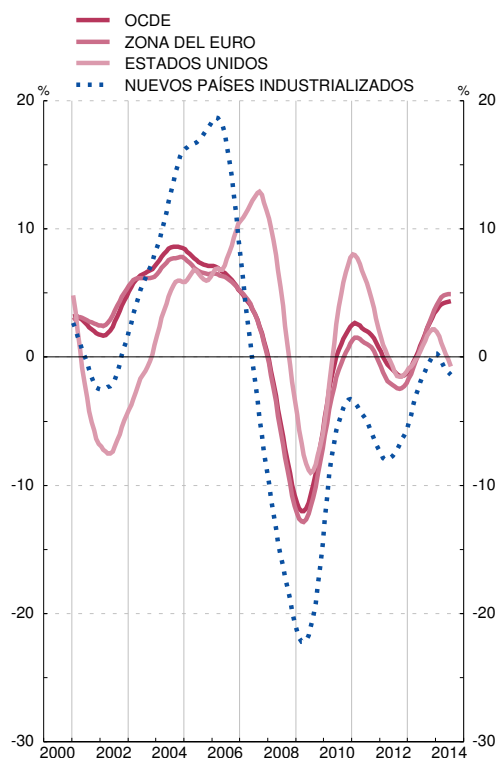
POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME, MHAP y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 2 y 3.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

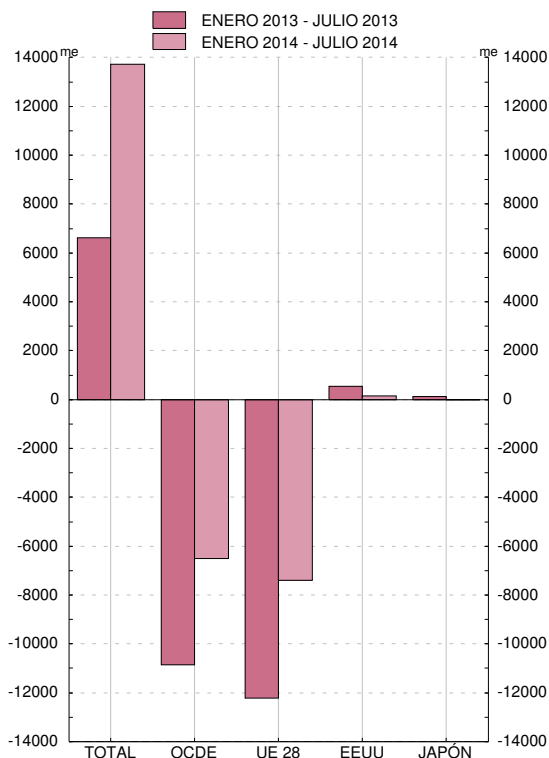
a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL

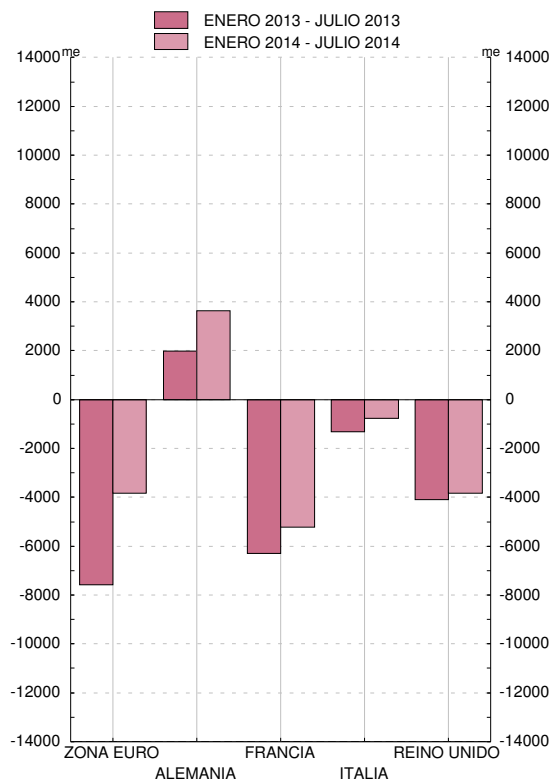
Millones de euros

	1	Unión Europea (UE 28)							OCDE							
		2=3+7	Zona del Euro					Resto de la UE 28	Total	Del cual:			OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados
			3	Del cual:						Total	EEUU	Japón				
				4	5	6	7										8	9	10	11	12	13	14	15
07		-100 015	-39 945	-38 050	-23 752	-214	-8 375	-1 895	133	-54 211	-2 555	-4 779	-14 682	-3 477	-16 366	-4 347
08		-94 160	-26 033	-26 028	-19 612	3 019	-6 608	-5	356	-39 729	-3 739	-3 663	-20 561	-4 971	-18 340	-3 296
09		-46 227	-8 922	-6 495	-9 980	6 787	-1 847	-2 427	187	-15 709	-2 742	-1 958	-10 701	-2 641	-12 471	-1 532
10		-53 276	-4 816	-1 868	-8 598	7 904	-477	-2 948	597	-11 261	-3 058	-2 054	-16 216	-4 267	-16 253	-1 252
11		-47 910	3 559	1 433	-8 984	8 590	219	2 126	2 955	-1 751	-2 956	-1 389	-19 066	-5 312	-15 317	-1 116
12		-31 831	12 203	7 338	-4 118	9 222	656	4 865	3 778	...	-858	-859	...	-5 124	-14 023	83
13	P	-15 955	17 695	11 109	-4 188	10 355	1 819	6 586	5 991	15 362	-1 540	-191	-17 334	-1 121	-13 421	3
13 Jun	P	-107	2 186	1 239	-335	1 193	53	947	905	1 881	-21	4	-1 406	177	-975	-19
Jul	P	-787	1 584	1 179	-348	810	220	406	419	1 587	-70	58	-1 328	1	-1 232	33
Ago	P	-1 809	1 360	928	-301	948	147	433	295	1 216	-46	37	-1 653	-176	-1 153	-4
Sep	P	-2 587	889	634	-487	795	121	255	278	566	-49	-9	-1 554	-364	-1 374	-2
Oct	P	-1 359	1 595	907	-426	1 106	119	688	588	1 163	-299	31	-1 219	-4	-1 269	12
Nov	P	-1 759	1 098	828	-459	505	172	270	330	715	-334	-43	-1 304	-219	-1 065	63
Dic	P	-1 830	548	240	-528	703	-51	308	414	844	-269	-75	-1 208	-90	-1 261	34
14 Ene	P	-2 818	1 168	575	-501	628	191	593	422	289	-351	20	-1 511	-121	-1 265	20
Feb	P	-1 622	1 493	792	-474	788	125	700	815	1 311	-93	6	-1 405	129	-1 212	38
Mar	P	-2 054	852	373	-480	756	115	479	548	961	99	-25	-1 539	-12	-1 060	58
Abr	P	-2 155	387	53	-576	330	-1	334	380	576	58	-19	-1 053	-274	-1 028	131
May	P	-1 756	1 230	660	-529	784	110	570	607	1 211	30	-43	-1 625	-80	-1 187	87
Jun	P	-1 477	967	353	-645	795	30	614	674	1 099	9	44	-1 365	-96	-1 204	54
Jul	P	-1 827	1 307	1 016	-423	1 150	189	291	397	1 050	90	18	-1 608	-8	-1 473	180

DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



FUENTE: MHAP.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 3 y 5. Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

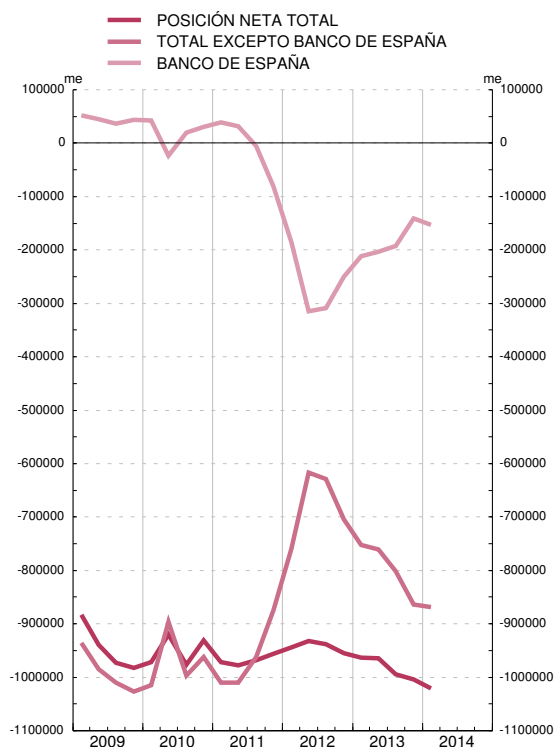
7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

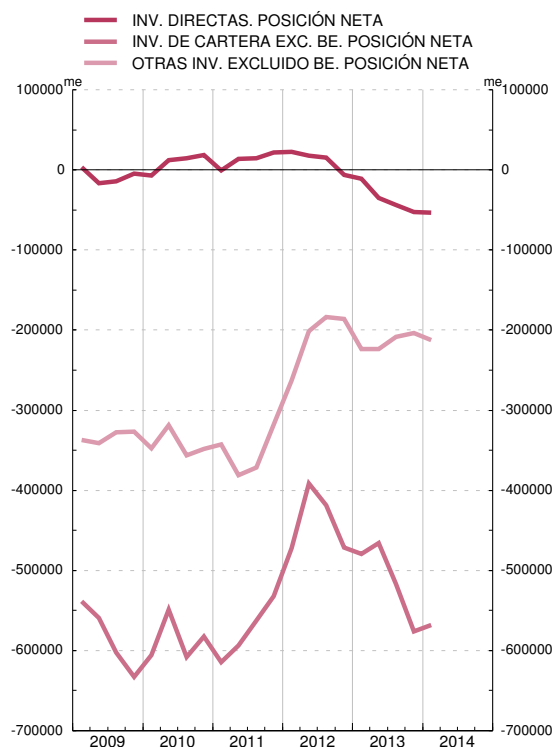
Saldos a fin de periodo en mm de euros

	Total excepto Banco de España												Banco de España			
	Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Posición neta excepto Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Derivados financieros Posición neta (activos-pasivos)	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos netos frente al Euro-sistema	Otros activos netos (activos-pasivos) (a)
			Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)					
06	-648,2	-743,9	-19,3	331,1	350,4	-508,9	455,7	964,6	-206,1	324,9	530,9	-9,6	95,7	14,7	29,4	51,6
07	-822,8	-901,7	-2,6	395,4	398,0	-648,5	438,4	1 086,9	-231,8	379,5	611,3	-18,8	78,9	12,9	1,1	64,9
08	-863,1	-914,0	1,3	424,4	423,2	-603,7	354,2	958,0	-305,1	386,6	691,8	-6,4	50,9	14,5	-30,6	67,0
09	-982,2	-1 026,3	-4,5	434,4	438,9	-693,7	374,3	1 068,1	-327,1	369,6	696,8	-1,0	44,1	19,6	-36,4	60,9
10	-931,5	-961,8	18,6	488,9	470,2	-634,5	311,7	946,2	-348,6	370,5	719,1	2,7	30,3	23,9	-46,1	52,5
11 /	-971,2	-1 010,7	-0,5	486,9	487,3	-665,8	301,8	967,6	-342,8	376,6	719,4	-1,5	39,5	23,2	-35,2	51,5
II	-978,3	-1 010,5	13,6	491,1	477,5	-642,5	293,4	935,9	-381,3	378,9	760,2	-0,3	32,2	23,5	-40,6	49,3
III	-967,7	-962,5	14,2	488,2	474,0	-612,9	274,9	887,8	-371,5	383,9	755,4	7,6	-5,2	27,6	-33,8	51,1
IV	-956,1	-875,1	21,3	507,4	486,1	-584,2	258,1	842,3	-318,2	393,6	711,8	5,9	-81,0	36,4	-170,2	52,8
12 /	-944,2	-759,4	22,3	506,6	484,2	-522,1	270,3	792,4	-262,6	410,7	673,3	2,9	-184,8	36,0	-271,2	50,5
II	-932,3	-617,4	17,8	505,3	487,5	-438,3	254,8	693,1	-201,5	439,0	640,5	4,6	-314,9	41,4	-403,6	47,3
III	-938,6	-629,3	15,5	494,0	478,5	-463,8	254,0	717,8	-183,9	415,7	599,6	2,8	-309,3	40,2	-395,4	45,9
IV	-954,5	-704,2	-6,0	482,6	488,6	-514,2	276,0	790,2	-186,0	419,9	605,9	2,1	-250,3	38,3	-332,6	43,9
13 /	-963,6	-752,5	-11,0	489,7	500,6	-519,7	283,2	802,8	-223,9	420,9	644,8	2,0	-211,1	39,7	-292,1	41,4
II	-964,2	-760,7	-35,2	469,7	504,9	-503,9	280,2	784,1	-223,9	415,4	639,4	2,3	-203,5	35,4	-277,8	38,9
III	-994,5	-801,6	-43,9	467,8	511,8	-551,7	284,6	836,4	-208,1	384,9	593,0	2,2	-192,9	35,3	-263,7	35,5
IV	-1 004,5	-863,4	-52,8	466,4	519,2	-609,5	293,5	903,0	-203,7	380,7	584,5	2,6	-141,1	33,6	-208,9	34,2
14 /	-1 021,3	-868,4	-53,8	466,9	520,7	-601,6	328,0	929,6	-212,5	378,6	591,1	-0,5	-152,9	34,2	-221,9	34,8

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.

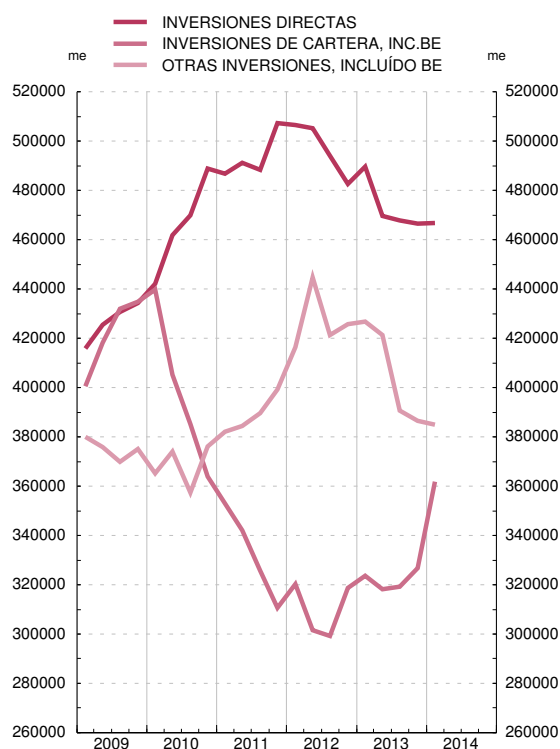
7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

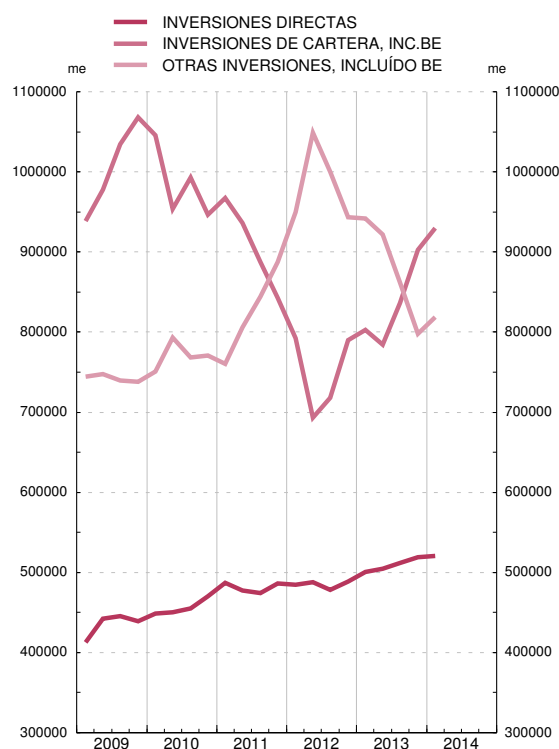
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	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	
06	307 902	23 206	271 313	79 125	133 193	373 001	245 683	718 897	355 621	531 211	32 973	42 569
07	368 306	27 086	307 278	90 696	132 954	369 758	282 331	804 609	384 714	614 829	44 642	63 487
08	393 430	31 011	320 664	102 489	63 146	357 229	170 143	787 812	391 414	726 987	108 278	114 027
09	404 194	30 207	327 215	111 662	78 591	356 340	222 619	845 431	375 092	738 182	77 449	78 498
10	449 955	38 920	346 360	123 885	92 462	271 400	181 031	765 193	376 095	770 399	95 116	92 459
11 /	448 499	38 356	356 721	130 625	92 922	260 180	204 657	762 989	382 184	760 102	80 724	82 170
II	452 970	38 123	353 119	124 368	91 969	250 230	194 147	741 706	384 477	805 918	83 747	84 040
III	443 544	44 644	352 576	121 376	78 371	247 232	159 173	728 589	389 522	844 427	134 796	127 191
IV	457 738	49 646	360 035	126 053	77 849	232 678	162 281	680 027	399 345	887 129	140 225	134 415
12 /	458 269	48 323	359 102	125 143	83 926	236 259	157 789	634 644	416 438	949 759	133 237	130 209
II	452 901	52 425	365 438	122 083	82 442	218 990	144 874	548 189	444 737	1 049 243	153 277	148 677
III	443 686	50 314	359 336	119 153	86 616	212 651	164 681	553 107	421 394	1 000 017	157 193	154 374
IV	433 144	49 447	372 315	116 299	89 646	229 156	178 971	611 220	425 727	943 393	148 623	146 395
13 /	447 217	42 446	386 440	114 173	99 808	223 894	182 257	620 582	426 737	941 991	139 379	137 347
II	430 879	38 851	392 914	111 971	105 065	213 086	180 631	603 438	421 281	922 145	120 715	118 428
III	429 156	38 647	398 732	113 020	112 673	206 605	219 910	616 459	390 749	861 684	117 191	115 011
IV	423 638	42 772	407 343	111 831	124 433	202 372	241 544	661 443	386 575	798 281	98 470	95 867
14 /	423 711	43 151	407 959	112 700	140 187	221 527	247 570	682 030	385 019	818 324	95 806	96 324

INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

a. Véase la nota b al cuadro 17.21 del Boletín Estadístico.

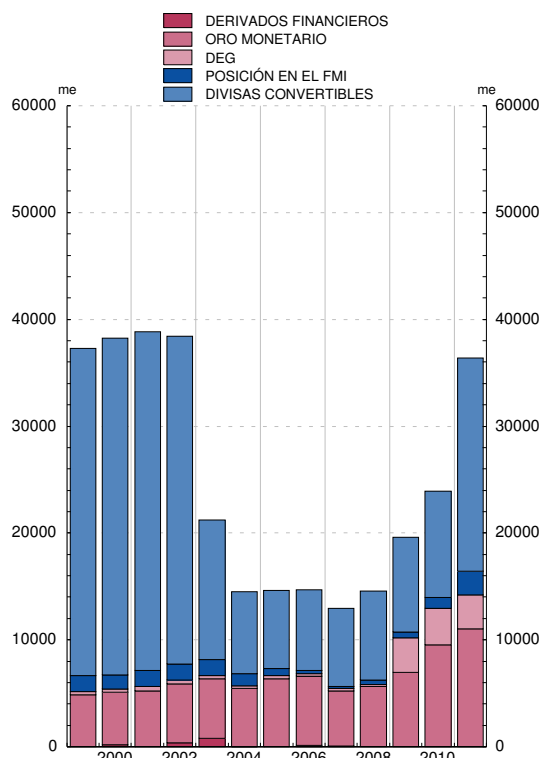
7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

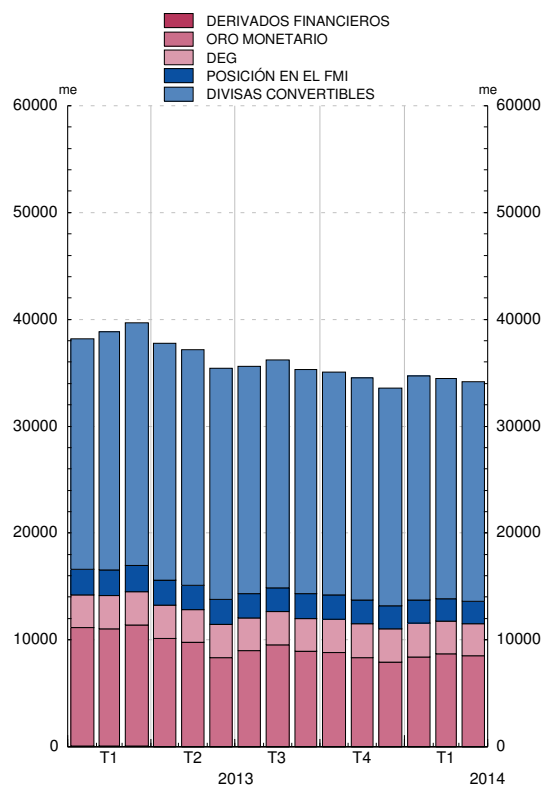
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Millones de onzas troy
	1	2	3	4	5	6	7
08	14 546	8 292	467	160	5 627	-	9,1
09	19 578	8 876	541	3 222	6 938	-	9,1
10	23 905	9 958	995	3 396	9 555	-	9,1
11	36 402	19 972	2 251	3 163	11 017	-	9,1
12	38 347	21 349	2 412	3 132	11 418	35	9,1
12 Oct	39 492	21 820	2 491	3 175	12 002	4	9,1
Nov	39 463	21 791	2 479	3 166	12 011	16	9,1
Dic	38 347	21 349	2 412	3 132	11 418	35	9,1
13 Ene	38 177	21 548	2 411	3 057	11 109	51	9,1
Feb	38 839	22 305	2 402	3 102	10 988	42	9,1
Mar	39 664	22 698	2 451	3 145	11 330	39	9,1
Abr	37 765	22 183	2 344	3 104	10 109	25	9,1
May	37 169	22 037	2 283	3 087	9 737	25	9,1
Jun	35 434	21 661	2 349	3 092	8 329	3	9,1
Jul	35 633	21 331	2 259	3 061	8 984	-2	9,1
Ago	36 195	21 331	2 229	3 075	9 558	1	9,1
Sep	35 321	21 013	2 296	3 059	8 955	-1	9,1
Oct	35 060	20 845	2 278	3 136	8 801	-0	9,1
Nov	34 544	20 813	2 238	3 143	8 339	11	9,1
Dic	33 587	20 413	2 152	3 122	7 888	12	9,1
14 Ene	34 733	21 025	2 139	3 171	8 399	-1	9,1
Feb	34 442	20 625	2 093	3 020	8 706	-2	9,1
Mar	34 196	20 568	2 097	3 029	8 497	6	9,1

ACTIVOS DE RESERVA
SALDOS FIN DE AÑO



ACTIVOS DE RESERVA
SALDOS FIN DE MES



FUENTE: BE.

Nota: A partir de enero de 1999, no se consideran activos de reserva ni los denominados en euros ni en monedas distintas del euro frente a los residentes en países de la zona euro. Hasta diciembre de 1998, los datos en pesetas han sido convertidos a euros con el tipo irrevocable. Desde enero de 1999, todos los activos de reserva se valoran a precios de mercado. Desde enero de 2000, los datos de activos de reserva están elaborados de acuerdo con las nuevas normas metodológicas publicadas por el FMI en el documento 'International Reserves and Foreign Currency Liquidity Guidelines for a Data Template', octubre de 2001, (<http://dsbb.imf.org/Applications/web/sddsguide>). Con esta nueva definición, el importe total de activos de reserva a 31 de diciembre de 1999 hubiera sido de 37.835 millones de euros, en lugar de los 37.288 millones de euros que constan en el cuadro.

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	
			Instrumen- tos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obliga- ciones	Préstamos	Créditos comerciales		Instrumen- tos del mercado monetario	Depósitos	Bonos y obliga- ciones	Depósitos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
10 /	1 778 929	315 896	51 896	114	237 246	26 640	-	789 869	16 641	399 817	256 338	117 073
II	1 759 449	291 348	39 698	192	223 146	28 312	-	741 796	12 157	378 888	239 162	111 589
III	1 745 184	302 216	39 437	932	232 817	29 031	-	758 152	10 926	396 110	242 943	108 173
IV	1 715 268	289 183	36 629	976	220 357	31 221	-	759 486	9 910	413 379	237 915	98 283
11 /	1 701 346	292 086	37 875	485	221 797	31 929	-	760 849	10 640	395 695	235 895	118 619
II	1 725 377	286 068	37 245	7	215 529	33 287	-	792 835	7 554	425 267	231 979	128 035
III	1 751 756	293 403	36 605	507	222 439	33 851	-	768 666	6 211	402 061	223 975	136 418
IV	1 744 466	274 909	28 534	428	211 116	34 831	-	709 704	3 494	362 532	212 924	130 755
12 /	1 761 772	256 191	23 602	4	191 658	40 926	-	643 882	3 341	311 819	193 463	135 259
II	1 772 099	238 243	16 369	70	175 453	46 351	-	575 101	2 699	273 422	163 477	135 504
III	1 727 689	254 724	20 397	325	187 552	46 449	-	525 154	1 899	237 643	154 841	130 771
IV	1 728 017	330 139	27 732	53	211 325	91 029	-	501 837	1 800	212 849	159 173	128 016
13 /	1 735 452	342 841	30 709	24	218 596	93 512	-	538 221	1 504	250 479	161 398	124 840
II	1 698 061	342 308	34 901	243	211 189	95 975	-	521 131	1 407	249 835	154 781	115 108
III	1 651 888	368 847	42 458	1 136	228 317	96 936	-	468 067	1 442	228 702	147 186	90 737
IV	1 633 599	417 524	53 100	20	266 487	97 917	-	455 732	1 644	217 526	145 874	90 688
14 /	1 672 214	434 922	44 925	8	291 686	98 302	-	466 336	1 938	222 126	152 463	89 809

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:		
				Instrumen- tos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obliga- ciones	Préstamos	Créditos comerciales		Otros pasivos	Inversores directos	Afiliadas
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
10 /	43 673	43 673	448 931	14 758	13 800	3 179	270 358	145 075	399	1 363	180 561	70 158	110 403
II	105 881	105 881	438 907	12 714	16 424	4 462	257 666	145 855	406	1 379	181 518	67 662	113 856
III	59 477	59 477	447 273	14 032	16 561	4 762	258 966	151 114	395	1 442	178 066	67 794	110 272
IV	51 323	51 323	435 599	11 929	16 671	4 284	248 454	152 281	396	1 584	179 677	67 741	111 936
11 /	40 665	40 665	429 490	11 724	15 251	3 818	245 057	151 453	390	1 798	178 255	67 958	110 296
II	45 732	45 732	422 988	11 840	15 388	4 192	237 559	152 254	389	1 367	177 753	68 611	109 142
III	89 019	89 019	421 929	7 466	16 644	6 433	231 892	157 846	394	1 253	178 741	68 131	110 610
IV	175 360	175 360	407 183	5 100	17 048	6 544	218 859	157 939	398	1 294	177 310	69 975	107 335
12 /	276 496	276 496	407 833	8 330	16 857	6 699	214 249	159 950	395	1 352	177 369	69 811	107 558
II	408 695	408 695	375 392	5 481	15 152	6 826	184 709	161 356	462	1 406	174 667	69 367	105 301
III	400 455	400 455	372 791	4 154	14 307	7 388	184 264	160 879	459	1 340	174 565	68 953	105 612
IV	337 486	337 486	385 151	6 064	13 841	7 798	205 126	150 628	457	1 236	173 404	68 232	105 172
13 /	297 184	297 184	384 327	6 708	15 615	7 956	201 666	150 288	459	1 634	172 879	68 734	104 145
II	282 790	282 790	379 355	6 964	14 943	7 495	194 196	153 800	457	1 500	172 478	68 498	103 980
III	268 705	268 705	372 523	6 874	12 506	7 377	190 181	153 630	453	1 501	173 745	68 576	105 169
IV	213 829	213 829	372 640	3 500	12 953	7 289	190 838	156 107	451	1 501	173 875	69 487	104 388
14 /	227 268	227 268	371 828	4 560	13 853	7 290	186 458	157 430	445	1 792	171 860	70 745	101 115

FUENTE: BE.

a. Véase la nota b al cuadro 17.21 del Boletín Estadístico.

8.1.a BALANCE CONSOLIDADO DEL EUROSISTEMA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto en euros							Contrapartidas						
	Operaciones de mercado abierto					Facilidades permanentes		Factores autónomos					Reservas mantenidas por entidades de crédito	
	Operac. principales de financiación (inyección)	Operac. de financiación a l/p (inyección)	Operac. de ajuste (neto)	Operac. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad de depósito	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)			
												1=2+3+4+5+6-7		8=9+10-11-12	9	10	11	12	13
13	<i>Abr</i>	758 155	118 249	759 811	-	-	666	120 571	427 061	894 830	87 133	657 190		-102 288	331 094
	<i>May</i>	745 149	105 552	733 956	-	-	685	95 043	440 588	903 179	83 893	656 983	-110 498	304 561
	<i>Jun</i>	730 513	106 263	713 146	-	-	522	90 419	439 758	906 097	85 420	655 213	-103 455	290 755
	<i>Jul</i>	718 506	105 488	700 706	-	-	324	88 013	447 528	915 567	99 389	532 182	35 246	270 977
	<i>Ago</i>	714 452	100 070	693 682	-	-	140	79 440	437 171	920 672	72 839	531 905	24 435	277 280
	<i>Sep</i>	712 189	96 550	681 760	-	-	476	66 597	441 659	917 836	77 764	532 929	21 012	270 530
	<i>Oct</i>	699 324	92 349	659 268	-	-	73	52 366	445 952	919 207	79 932	550 975	2 213	253 372
	<i>Nov</i>	675 260	89 540	635 372	-	-	98	49 749	447 792	922 410	70 480	550 711	-5 612	227 468
	<i>Dic</i>	665 849	114 636	603 234	-	-	268	52 290	426 416	943 271	66 754	549 143	34 466	239 433
14	<i>Ene</i>	649 566	122 069	579 586	-	-	252	52 341	417 009	938 118	75 739	509 423	87 425	232 556
	<i>Feb</i>	634 781	95 993	573 273	-	-	333	34 818	426 501	930 579	81 875	510 096	75 857	208 280
	<i>Mar</i>	619 809	97 899	550 816	-	-	666	29 572	420 296	936 399	74 847	512 208	78 743	199 513
	<i>Abr</i>	609 276	115 461	521 294	-	-	257	27 736	420 512	945 539	76 475	535 966	65 537	188 764
	<i>May</i>	628 409	145 647	510 952	-	-	127	28 317	439 931	948 316	112 573	536 656	84 302	188 478
	<i>Jun</i>	581 427	129 914	477 857	-	-	199	26 542	371 611	955 928	108 495	537 158	155 654	209 816
	<i>Jul</i>	507 639	101 169	429 621	-	-	269	23 420	297 259	964 376	103 583	547 497	223 204	210 380
	<i>Ago</i>	483 061	114 947	393 227	-	-	119	25 232	267 252	971 781	67 203	547 655	224 077	215 809
	<i>Sep</i>	470 099	106 955	387 138	-	-	196	24 191	276 727	970 593	75 832	548 834	220 863	193 371

8.1.b BALANCE CONSOLIDADO DEL BANCO DE ESPAÑA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto en euros							Contrapartidas								
	Operaciones de mercado abierto					Facilidades permanentes		Posición intrasistema		Factores autónomos					Reservas mantenidas por entidades de crédito	
	Oper. principales de financ. (inyección)	Oper. de financiación a l/p (inyección)	Oper. de ajuste (neto)	Oper. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad 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		21	22	23=24+25-26-27	24	25	26	27	28
13	<i>Abr</i>	257 215	26 747	238 330	-	-	-	7 862	296 901	-5 862	-47 154	61 643	8 020	40 419		76 399	13 329
	<i>May</i>	254 979	25 360	233 958	-	-	-	4 339	289 650	-5 862	-41 970	61 192	8 635	39 467	72 331	13 161
	<i>Jun</i>	250 052	24 169	228 973	-	-	-	3 090	283 650	-5 862	-39 884	60 880	8 441	37 978	71 227	12 148
	<i>Jul</i>	248 293	22 744	229 141	-	-	-	3 592	280 677	-5 861	-40 602	61 233	7 061	34 204	74 692	14 079
	<i>Ago</i>	246 200	21 944	227 367	-	-	-	3 111	278 233	-5 861	-39 977	59 817	7 679	34 204	73 269	13 805
	<i>Sep</i>	241 089	18 528	225 716	-	-	-	3 155	278 163	-5 861	-44 266	57 670	6 006	34 249	73 693	13 052
	<i>Oct</i>	234 812	15 611	221 779	-52	-	-	2 527	269 027	-5 861	-42 264	56 008	8 920	34 166	73 026	13 910
	<i>Nov</i>	220 512	14 096	209 769	-	-	-	3 353	253 580	-5 861	-39 316	54 813	10 176	34 296	70 009	12 108
	<i>Dic</i>	201 865	19 833	186 927	-	-	-	4 895	238 791	-5 861	-44 945	56 223	3 386	34 327	70 227	13 879
14	<i>Ene</i>	188 796	15 414	178 006	-	-	-	4 623	228 664	-6 265	-46 237	54 791	3 187	32 533	71 683	12 634
	<i>Feb</i>	188 792	14 494	176 094	-	-	-	1 796	229 277	-6 316	-45 635	52 868	4 453	32 507	70 448	11 466
	<i>Mar</i>	183 454	19 332	165 571	-	-	75	1 525	228 005	-6 436	-49 760	52 424	2 445	32 464	72 164	11 644
	<i>Abr</i>	182 373	23 303	161 030	-	-	0	1 960	226 925	-6 436	-50 033	52 526	1 821	33 133	71 246	11 916
	<i>May</i>	185 514	26 898	160 973	-	-	0	2 358	228 297	-6 436	-47 899	51 124	2 002	33 146	67 879	11 552
	<i>Jun</i>	173 088	24 701	149 752	-	-	-	1 365	215 101	-6 436	-47 723	50 677	2 645	33 248	67 796	12 145
	<i>Jul</i>	160 694	26 520	134 179	-	-	-	5	202 469	-6 436	-48 094	50 836	334	33 694	65 570	12 755
	<i>Ago</i>	162 546	37 585	124 993	-	-	-	33	206 055	-6 436	-48 406	49 686	1 111	33 712	65 492	11 333
	<i>Sep</i>	154 798	31 401	123 448	-	-	-	51	199 974	-6 436	-51 141	47 537	185	33 755	65 109	12 401

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- cursa- les en exte- rior			Renta fija en euros (d)	Resto		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
11	509 934	-1,6	-2,0	-1,5	576 114	2,7	-2,3	68,7	-28,9	115 157	-7,4	-10,3	-5,1	0,1	-1,1
12	506 551	-0,7	-3,1	-0,1	580 718	0,8	-0,2	7,8	9,6	111 148	-3,5	-7,2	-0,7	-0,2	0,3
13	538 039	6,2	-5,4	8,8	547 284	-5,8	0,7	-48,1	-32,6	140 044	26,0	28,7	24,1	1,0	-3,6
13 May	513 692	2,6	-4,6	4,3	562 233	-1,2	4,9	-39,4	29,8	130 495	15,9	9,8	20,8	1,0	-0,8
Jun	532 600	1,9	-6,9	4,0	552 864	-2,3	5,4	-47,8	5,4	122 302	9,4	6,8	11,5	0,0	-0,2
Jul	519 451	2,9	-7,8	5,5	556 793	-0,2	8,0	-48,3	-0,8	125 961	13,7	10,8	16,0	1,7	0,8
Ago	523 223	3,6	-8,3	6,5	560 085	0,6	9,0	-48,3	-4,5	126 970	13,6	12,6	14,2	2,5	2,8
Sep	521 771	3,6	-8,2	6,4	556 798	-0,4	8,3	-50,9	-12,2	130 495	16,9	16,0	17,6	2,1	0,4
Oct	520 138	5,6	-8,0	8,9	554 390	-1,7	6,5	-51,1	-16,9	134 293	20,2	20,3	20,1	2,5	-1,4
Nov	531 876	6,8	-5,5	9,6	551 024	-3,5	4,4	-52,4	-34,0	137 557	23,1	25,7	21,3	2,3	-2,0
Dic	538 039	6,2	-5,4	8,8	547 284	-5,8	0,7	-48,1	-32,6	140 044	26,0	28,7	24,1	1,0	-3,6
14 Ene	P 535 564	8,2	-5,1	11,2	542 782	-6,8	0,0	-55,2	-26,4	144 099	26,8	30,7	24,1	1,4	-3,1
Feb	P 525 984	5,4	-5,0	7,7	539 039	-6,9	-0,7	-55,3	-29,0	148 089	21,1	24,2	19,0	-0,1	-3,4
Mar	P 539 082	5,4	-6,5	7,9	533 641	-6,6	-1,0	-55,5	-22,8	151 310	28,9	27,8	29,7	0,3	-3,6
Abr	A 534 170	5,4	-7,2	8,2	528 086	-6,5	-1,8	-49,9	-32,6	154 756	28,9	27,4	30,0	0,4	-2,7
May	A 550 434	7,2	-7,6	10,3	524 410	-6,7	-3,1	-43,4	-30,4	158 975	21,8	17,1	25,2	0,7	-1,7
Jun	A 566 964	6,5	-7,6	9,4	515 312	-6,8	-3,7	-42,2	-12,6	162 738	33,1	24,2	39,6	0,8	-0,4
Jul	A 560 734	7,9	-7,4	11,2	508 703	-8,6	-5,6	-44,0	-20,4	166 261	32,0	23,9	37,9	0,5	1,6
Ago	A 565 500	8,1	-7,5	11,3	504 172	-10,0	-7,1	-44,6	-19,7	168 841	33,0	24,2	39,5	-0,0	0,8

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 9, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

e. Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de renta fija en euros.

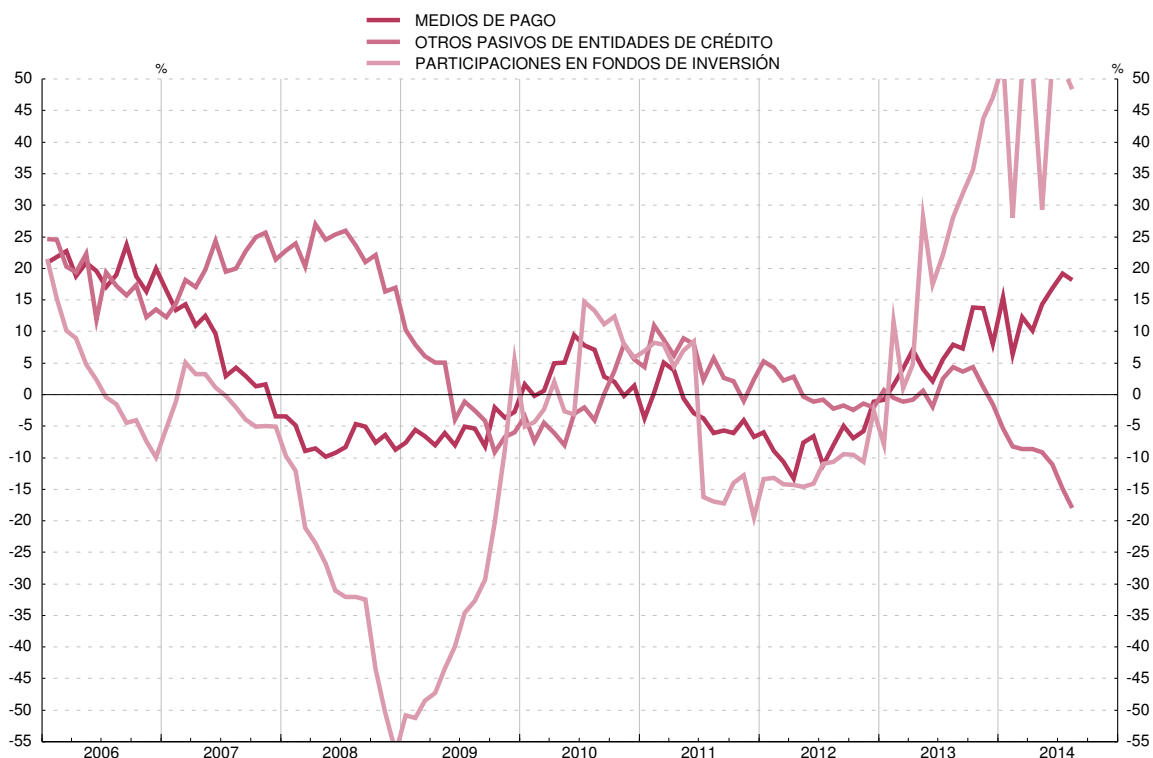
8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago (b)		Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	Saldos	Tasa inter-anual	Saldos	Tasa inter-anual	Tasa interanual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa interanual	
					Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
11	111 193	-6,7	122 661	2,4	-10,9	57,6	9 780	-19,5	-22,4	-17,2
12	109 953	-1,1	120 120	-2,1	-7,1	9,8	9 534	-2,5	-3,2	-2,0
13	118 775	8,0	118 286	-1,5	3,7	-11,8	14 023	47,1	53,9	42,1
13 May	113 017	4,1	117 993	0,6	5,5	-9,5	13 097	28,1	23,2	32,2
Jun	115 489	2,1	115 754	-2,0	5,6	-16,4	11 916	17,5	15,1	19,4
Jul	107 956	5,6	117 145	2,6	12,3	-15,4	12 269	22,1	19,4	24,2
Ago	112 865	7,9	120 007	4,3	14,6	-14,3	12 748	28,1	29,8	26,8
Sep	113 413	7,3	120 158	3,7	16,3	-18,8	13 097	31,8	33,6	30,5
Oct	114 196	13,8	119 648	4,3	16,9	-18,3	13 465	35,6	38,6	33,3
Nov	118 391	13,7	117 984	1,3	12,8	-20,4	13 772	43,7	50,2	38,9
Dic	118 775	8,0	118 286	-1,5	3,7	-11,8	14 023	47,1	53,9	42,1
14 Ene	P 120 774	15,4	114 505	-5,4	5,4	-26,9	14 857	52,5	60,5	46,7
Feb	P 114 327	6,4	110 824	-8,2	1,2	-28,3	15 251	28,0	31,5	25,4
Mar	P 126 055	12,3	108 782	-8,7	0,5	-29,6	16 167	52,0	50,8	53,0
Abr	A 120 404	10,1	107 495	-8,6	-0,2	-27,5	16 501	52,0	50,2	53,4
May	A 129 158	14,3	107 168	-9,2	-3,1	-23,6	16 932	29,3	22,5	34,6
Jun	A 134 991	16,9	102 965	-11,0	-4,4	-27,2	18 236	53,0	41,4	62,2
Jul	A 128 689	19,2	99 714	-14,9	-7,8	-32,0	18 624	51,8	41,0	60,2
Ago	A 133 356	18,2	98 478	-17,9	-11,0	-34,9	18 918	48,4	35,7	58,7

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.

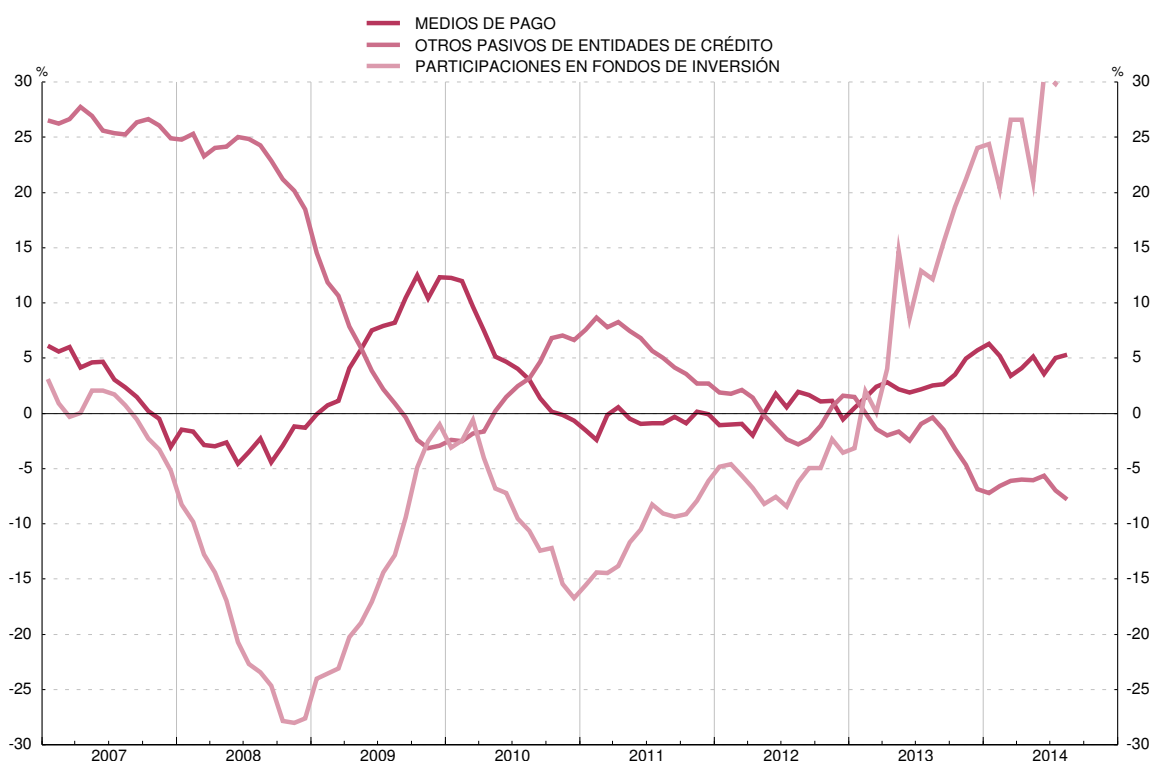
8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ 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	
			Efectivo	Depósitos a la vista (b)			Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
11	398 741	-0,1	-0,8	0,1	453 453	2,7	-0,3	58,1	105 377	-6,1	-8,9	-3,8
12	396 598	-0,5	-2,2	-0,0	460 598	1,6	1,2	5,9	101 614	-3,6	-7,5	-0,6
13	419 264	5,7	-5,1	8,8	428 998	-6,9	0,2	-84,9	126 021	24,0	26,3	22,4
13												
May	400 675	2,2	-4,0	4,0	444 240	-1,6	4,8	-60,9	117 399	14,7	8,4	19,7
Jun	417 111	1,9	-6,2	4,3	437 110	-2,4	5,4	-71,9	110 386	8,6	6,0	10,7
Jul	411 495	2,2	-7,2	5,1	439 648	-1,0	7,2	-74,1	113 692	12,9	9,9	15,2
Ago	410 358	2,5	-7,7	5,6	440 079	-0,4	8,0	-76,3	114 222	12,1	10,9	13,0
Sep	408 359	2,6	-7,6	5,7	436 641	-1,4	6,8	-78,7	117 399	15,5	14,3	16,4
Oct	405 943	3,5	-7,5	6,9	434 742	-3,2	4,6	-80,8	120 829	18,7	18,5	18,9
Nov	413 485	4,9	-5,1	7,9	433 040	-4,7	2,8	-83,0	123 785	21,2	23,4	19,7
Dic	419 264	5,7	-5,1	8,8	428 998	-6,9	0,2	-84,9	126 021	24,0	26,3	22,4
14												
Ene	P 414 791	6,3	-4,7	9,5	428 276	-7,2	-1,0	-86,0	129 242	24,4	27,9	22,0
Feb	P 411 657	5,2	-4,6	7,9	428 215	-6,6	-1,0	-87,0	132 839	20,3	23,3	18,3
Mar	P 413 027	3,4	-6,1	6,1	424 859	-6,1	-1,3	-88,0	135 144	26,6	25,4	27,4
Abr	A 413 765	4,1	-6,8	7,2	420 591	-6,0	-2,1	-84,6	138 256	26,6	25,0	27,7
May	A 421 276	5,1	-7,1	8,6	417 242	-6,1	-3,1	-80,6	142 042	21,0	16,5	24,2
Jun	A 431 972	3,6	-7,2	6,4	412 347	-5,7	-3,6	-73,9	144 502	30,9	22,3	37,3
Jul	A 432 046	5,0	-7,0	8,2	408 989	-7,0	-5,2	-72,0	147 637	29,9	22,0	35,6
Ago	A 432 144	5,3	-7,1	8,6	405 694	-7,8	-6,3	-68,7	149 923	31,3	22,8	37,5

HOGARES E ISFLSH Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

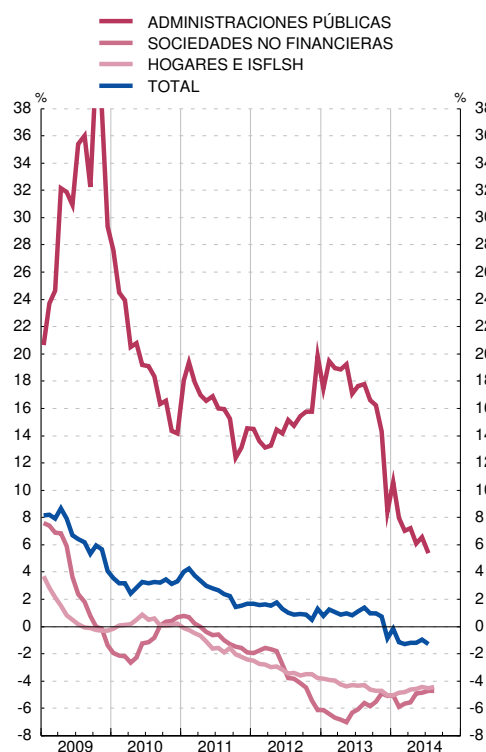
8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

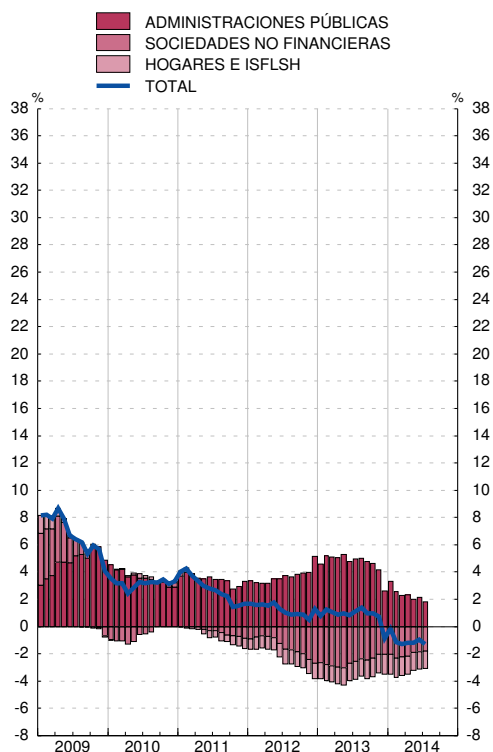
Millones de euros y porcentajes

	Total				Tasa interanual							Contribución a la tasa del total					
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH						
					Por sectores		Por instrumentos				Por sectores		Por instrumentos				
					Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crto fondos titul. y SGA(c)	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
11	2 872 202	47 987	1,7	14,5	-2,1	-1,9	-2,4	-3,3	9,9	2,1	3,3	-1,6	-0,9	-0,8	-2,1	0,2	0,3
12	2 872 962	37 699	1,3	19,8	-5,2	-6,1	-3,8	-5,8	14,2	-5,8	5,1	-3,8	-2,7	-1,1	-3,4	0,3	-0,7
13	2 820 881	-25 256	-0,9	8,4	-5,1	-5,1	-5,1	-7,1	5,9	1,9	2,6	-3,5	-2,0	-1,5	-3,9	0,2	0,2
13 May	2 867 139	12 300	1,0	19,3	-5,9	-7,0	-4,4	-7,0	13,6	-4,9	5,3	-4,3	-3,0	-1,3	-4,0	0,3	-0,6
<i>Jun</i>	2 869 549	4 055	0,8	17,1	-5,5	-6,3	-4,3	-6,8	11,0	-2,4	4,8	-3,9	-2,7	-1,3	-3,9	0,3	-0,3
<i>Jul</i>	2 856 495	-11 785	1,1	17,7	-5,4	-6,1	-4,3	-6,8	11,8	-2,1	5,0	-3,9	-2,6	-1,3	-3,9	0,3	-0,3
<i>Ago</i>	2 844 681	-10 351	1,4	17,8	-5,1	-5,6	-4,3	-6,6	12,3	-1,6	5,0	-3,6	-2,4	-1,3	-3,8	0,3	-0,2
<i>Sep</i>	2 846 822	4 232	0,9	16,6	-5,3	-5,8	-4,6	-6,9	10,5	-1,5	4,8	-3,8	-2,5	-1,3	-3,9	0,3	-0,2
<i>Oct</i>	2 840 204	-5 328	1,0	16,2	-5,2	-5,5	-4,7	-6,6	6,6	-0,9	4,7	-3,7	-2,3	-1,4	-3,7	0,2	-0,1
<i>Nov</i>	2 840 821	340	0,8	14,3	-4,8	-4,9	-4,7	-6,5	5,8	0,7	4,2	-3,4	-2,0	-1,4	-3,7	0,2	0,1
<i>Dic</i>	2 820 881	-17 116	-0,9	8,4	-5,1	-5,1	-5,1	-7,1	5,9	1,9	2,6	-3,5	-2,0	-1,5	-3,9	0,2	0,2
14 Ene	P 2 832 614	10 975	-0,2	10,6	-5,0	-5,1	-5,0	-6,9	3,5	1,5	3,3	-3,5	-2,0	-1,5	-3,7	0,1	0,2
<i>Feb</i>	P 2 825 602	-5 538	-1,2	8,0	-5,5	-5,9	-4,9	-7,2	-0,6	1,1	2,6	-3,7	-2,3	-1,4	-3,8	-0,0	0,1
<i>Mar</i>	P 2 819 653	-3 033	-1,3	7,0	-5,3	-5,6	-4,8	-7,1	0,7	1,7	2,3	-3,6	-2,2	-1,4	-3,8	0,0	0,2
<i>Abr</i>	A 2 806 592	-12 187	-1,2	7,2	-5,2	-5,6	-4,6	-6,9	-0,2	1,3	2,3	-3,5	-2,2	-1,3	-3,7	-0,0	0,2
<i>May</i>	A 2 816 478	11 616	-1,2	6,1	-4,8	-4,9	-4,6	-6,4	1,5	1,0	2,0	-3,2	-1,9	-1,3	-3,4	0,0	0,1
<i>Jun</i>	A 2 824 909	10 760	-1,0	6,5	-4,7	-4,8	-4,4	-6,4	3,1	1,3	2,2	-3,1	-1,9	-1,3	-3,4	0,1	0,2
<i>Jul</i>	A 2 801 960	-20 828	-1,3	5,4	-4,6	-4,7	-4,5	-6,5	0,6	2,5	1,8	-3,1	-1,8	-1,3	-3,4	0,0	0,3
<i>Ago</i>	A ...	...	...	...	-4,6	-4,7	-4,5	-6,4	0,8	1,8	...	...	...	...	...	...	...

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Total de pasivos (consolidados). Se deducen los pasivos entre Administraciones Públicas.

c. Incluye los préstamos transferidos a la SAREB, que es una Sociedad de Gestión de Activos (SGA).

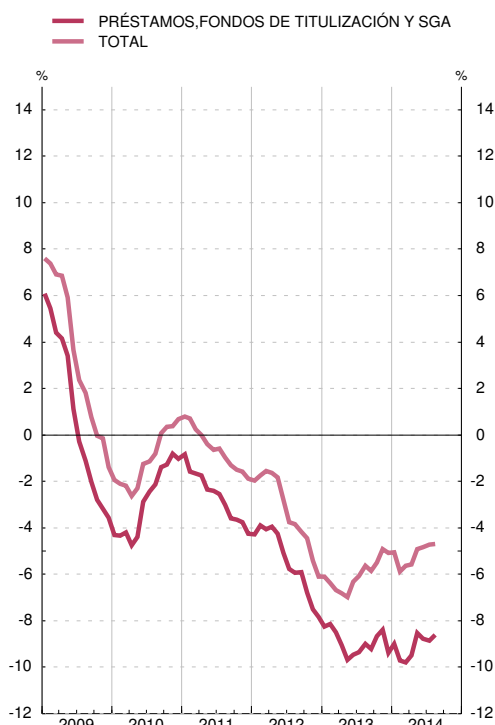
8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

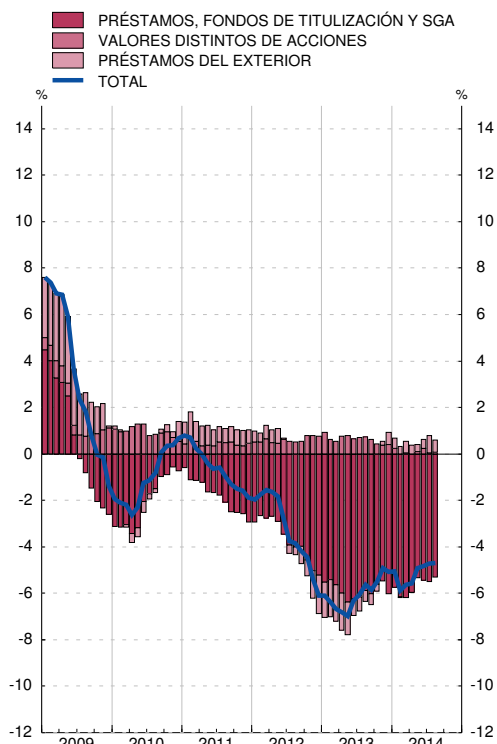
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes, préstamos titulizados fuera del balance y prtmos. transf. a SGA (c)			Valores distintos de acciones (b)				Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera de balance y préstamos transfer. a SGA (c)
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	del cual		Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	
							Saldo	Emisiones de filial. financ. resid.						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
11	1 258 039	-24 440	-1,9	840 887	-4,2	-2,9	67 986	53 547	9,9	0,5	349 166	2,2	0,6	1 332
12	1 148 155	-76 783	-6,1	736 625	-7,8	-5,2	77 653	60 331	14,2	0,8	333 878	-5,9	-1,6	28 680
13	1 068 703	-58 288	-5,1	646 868	-9,4	-6,0	82 214	60 529	5,9	0,4	339 621	1,9	0,5	37 970
13														
May	1 110 032	-8 635	-7,0	691 057	-9,7	-6,4	81 688	62 045	13,6	0,8	337 287	-5,0	-1,4	39 644
Jun	1 104 896	-4 359	-6,3	686 289	-9,5	-6,2	80 846	60 616	11,0	0,6	337 761	-2,5	-0,7	39 700
Jul	1 096 149	-7 817	-6,1	680 607	-9,4	-6,2	81 478	60 262	11,8	0,7	334 065	-2,2	-0,6	39 686
Ago	1 090 666	-4 550	-5,6	672 286	-9,0	-5,9	81 393	60 395	12,3	0,7	336 987	-1,6	-0,5	39 512
Sep	1 088 543	-407	-5,8	670 068	-9,2	-6,0	81 676	60 661	10,5	0,6	336 799	-1,6	-0,5	39 331
Oct	1 088 728	1 210	-5,5	666 891	-8,7	-5,6	82 258	60 766	6,6	0,4	339 579	-1,0	-0,3	38 985
Nov	1 085 882	-3 401	-4,9	662 328	-8,4	-5,5	82 091	60 458	5,8	0,4	341 462	0,6	0,2	38 755
Dic	1 068 703	-15 097	-5,1	646 868	-9,4	-6,0	82 214	60 529	5,9	0,4	339 621	1,9	0,5	37 970
14														
Ene	P 1 066 085	-3 658	-5,1	642 499	-9,0	-5,7	82 758	60 507	3,5	0,2	340 828	1,5	0,4	38 882
Feb	P 1 053 854	-11 041	-5,9	634 156	-9,7	-6,2	78 366	56 448	-0,6	-0,0	341 332	1,0	0,3	38 056
Mar	P 1 049 234	-2 303	-5,6	627 816	-9,8	-6,2	79 793	56 529	0,7	0,1	341 625	1,7	0,5	37 646
Abr	A 1 046 238	-2 399	-5,6	623 552	-9,5	-6,0	80 592	56 673	-0,2	-0,0	342 094	1,3	0,4	37 486
May	A 1 044 334	-601	-4,9	618 990	-8,5	-5,3	82 887	58 204	1,5	0,1	342 457	1,0	0,3	37 714
Jun	A 1 039 113	-3 369	-4,8	613 017	-8,8	-5,5	83 357	58 719	3,1	0,2	342 739	1,3	0,4	37 630
Jul	A 1 031 313	-6 034	-4,7	606 263	-8,9	-5,5	81 953	57 577	0,6	0,0	343 098	2,4	0,7	37 574
Ago	A 1 026 569	-4 046	-4,7	600 720	-8,6	-5,3	82 073	57 711	0,8	0,1	343 776	1,8	0,5	37 571

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes en España de sociedades no financieras, en tanto que los fondos captados en estas emisiones se canalizan a la empresa matriz como préstamos. Las entidades emisoras de estos instrumentos financieros se clasifican como Otros intermediarios financieros en el Boletín Estadístico y en las Cuentas Financieras de la Economía Española.

c. Incluye los préstamos transferidos a la SAREB, que es una Sociedad de Gestión de Activos (SGA).

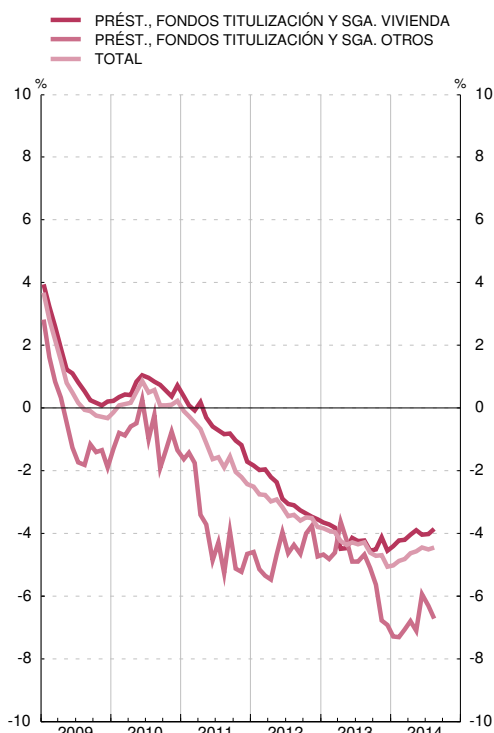
8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

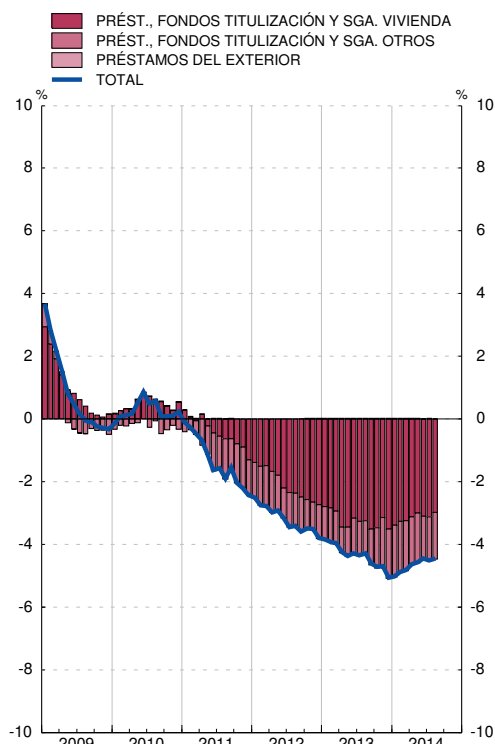
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de cred.resid.préstamos titulizados fuera del balance y pr.transf a SGA Vivienda (b)			Préstamos de entid. de cred.resid.préstamos titulizados fuera del balance y pr.transf a SGA Otros (b)			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance y préstamos transferidos a SGA (b)	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Vivienda	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
11	870 633	-21 845	-2,4	666 866	-1,7	-1,3	201 065	-4,7	-1,1	2 701	-7,6	-0,0	10 336	547
12	833 813	-32 980	-3,8	641 948	-3,6	-2,7	188 930	-4,7	-1,1	2 934	8,6	0,0	8 813	801
13	785 997	-42 156	-5,1	610 846	-4,6	-3,5	172 136	-6,9	-1,6	3 015	5,7	0,0	6 451	450
13 May	811 827	-2 323	-4,4	626 553	-4,5	-3,4	182 309	-4,2	-1,0	2 966	9,6	0,0	7 009	621
<i>Jun</i>	814 235	3 277	-4,3	625 391	-4,1	-3,2	185 869	-4,9	-1,1	2 976	9,8	0,0	6 726	708
<i>Jul</i>	806 146	-7 750	-4,3	623 101	-4,2	-3,3	180 074	-4,9	-1,1	2 971	9,1	0,0	6 552	710
<i>Ago</i>	802 409	-3 207	-4,3	620 682	-4,2	-3,2	178 745	-4,7	-1,1	2 982	9,0	0,0	6 568	678
<i>Sep</i>	797 036	-4 997	-4,6	616 998	-4,5	-3,5	177 055	-5,1	-1,2	2 983	9,0	0,0	6 501	680
<i>Oct</i>	793 636	-3 136	-4,7	614 647	-4,5	-3,5	175 991	-5,6	-1,3	2 998	9,4	0,0	6 455	631
<i>Nov</i>	797 162	3 805	-4,7	615 385	-4,1	-3,1	178 774	-6,8	-1,6	3 003	7,7	0,0	6 397	627
<i>Dic</i>	785 997	-10 424	-5,1	610 846	-4,6	-3,5	172 136	-6,9	-1,6	3 015	5,7	0,0	6 451	450
14 Ene	P 781 399	-4 317	-5,0	608 466	-4,4	-3,4	169 916	-7,3	-1,6	3 017	5,7	0,0	5 977	427
<i>Feb</i>	P 777 683	-3 432	-4,9	606 754	-4,2	-3,3	167 899	-7,3	-1,6	3 029	5,5	0,0	6 059	454
<i>Mar</i>	P 774 577	-2 508	-4,8	605 124	-4,2	-3,2	166 411	-7,1	-1,6	3 042	4,8	0,0	5 982	464
<i>Abr</i>	A 771 652	-2 646	-4,6	602 138	-4,0	-3,1	166 460	-6,8	-1,5	3 054	4,6	0,0	5 873	474
<i>May</i>	A 769 404	-1 821	-4,6	600 487	-3,9	-3,0	165 852	-7,1	-1,6	3 065	4,4	0,0	5 815	491
<i>Jun</i>	A 773 190	4 262	-4,4	598 441	-4,0	-3,1	171 673	-5,9	-1,4	3 076	3,9	0,0	5 562	669
<i>Jul</i>	A 764 954	-7 881	-4,5	596 274	-4,0	-3,1	165 594	-6,3	-1,4	3 086	4,3	0,0	5 535	628
<i>Ago</i>	A 761 838	-2 646	-4,5	595 042	-3,8	-3,0	163 700	-6,7	-1,5	3 096	4,2	0,0	5 490	600

FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.
b. Incluye los préstamos transferidos a la SAREB, que es una Sociedad de Gestión de Activos (SGA).

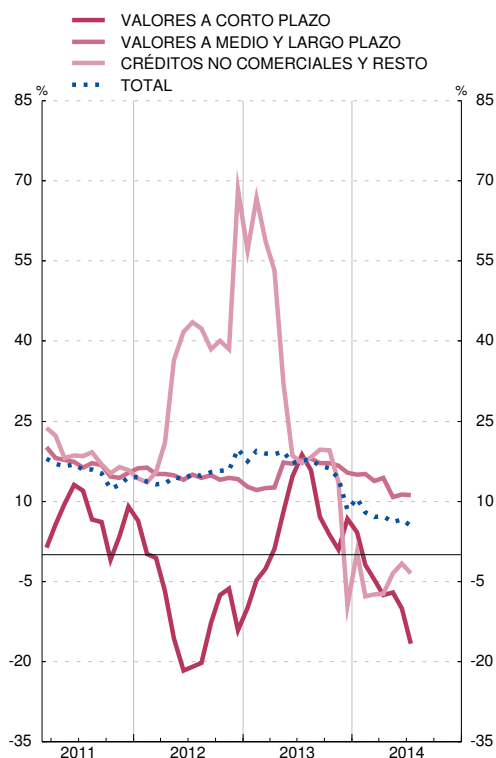
8.8. FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

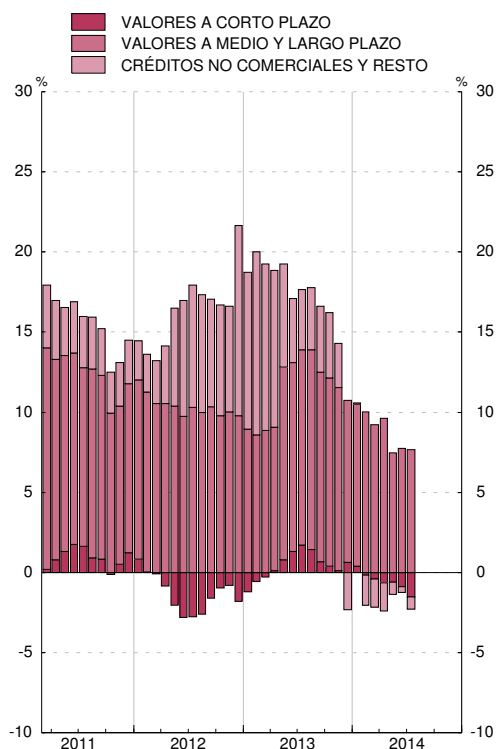
Millones de euros y porcentajes

	Financiación bruta			Valores a corto plazo				Valores a medio y largo plazo				Créditos no comerciales y resto (b)				
	Deuda PDE (a)	Variación mensual de la deuda PDE	T1/12 de col. 1	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	
	1=4+8+12	2=5+9+13	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
09	568 700	128 929	29,3	86 395	33 361	62,9	7,6	386 283	82 935	27,3	18,9	96 022	12 585	15,7	2,9	
10	649 259	80 559	14,2	88 201	1 806	2,1	0,3	446 025	59 742	15,5	10,5	115 033	18 895	20,4	3,3	
11	743 531	94 272	14,5	96 153	7 952	9,0	1,2	514 546	68 521	15,4	10,6	132 831	17 697	15,9	2,7	
12	P 890 993	147 463	19,8	82 563	-13 590	-14,1	-1,8	587 324	72 778	14,1	9,8	221 106	88 279	68,4	11,9	
13	<i>Feb</i> P	920 728	30 025	19,5	85 141	889	-4,8	-0,6	611 486	13 004	12,1	8,6	224 101	16 144	66,8	11,4
	<i>Mar</i> P	930 363	9 634	19,0	83 260	-1 882	-2,6	-0,3	623 835	12 349	12,5	8,9	223 268	-834	58,7	10,4
	<i>Abr</i> P	922 022	-8 341	18,9	81 174	-2 085	1,1	0,1	618 414	-5 422	12,6	8,9	222 434	-839	53,2	9,8
	<i>May</i> P	945 280	23 258	19,3	81 755	581	8,1	0,8	650 227	31 813	17,2	12,1	213 298	-9 132	32,1	6,4
	<i>Jun</i> P	950 417	5 137	17,1	82 989	1 234	14,6	1,3	656 433	6 206	17,0	11,8	210 996	-2 303	18,6	4,0
	<i>Jul</i> P	954 200	3 782	17,7	87 660	4 672	18,7	1,7	655 373	-1 060	17,8	12,2	211 166	143	17,1	3,7
	<i>Ago</i> P	951 606	-2 594	17,8	83 451	-4 209	15,8	1,4	659 049	3 676	18,0	12,5	209 106	-2 068	18,2	3,9
	<i>Sep</i> P	961 242	9 637	16,6	85 402	1 951	7,1	0,7	665 371	6 323	17,1	11,8	210 469	1 358	19,7	4,1
	<i>Oct</i> P	957 840	-3 402	16,2	86 420	1 018	3,7	0,4	661 988	-3 383	17,2	11,8	209 432	-1 012	19,5	4,1
	<i>Nov</i> P	957 777	-64	14,3	88 308	1 888	1,0	0,1	671 856	9 868	16,7	11,4	197 613	-11 818	13,5	2,8
	<i>Dic</i> P	966 181	8 404	8,4	88 106	-202	6,7	0,6	677 640	5 784	15,4	10,1	200 434	2 814	-9,5	-2,3
14	<i>Ene</i> P	985 131	18 950	10,6	87 745	-361	4,1	0,4	688 475	10 835	15,0	10,1	208 911	8 461	0,4	0,1
	<i>Feb</i> P	994 065	8 934	8,0	83 470	-4 275	-2,0	-0,2	703 643	15 168	15,1	10,0	206 951	-1 960	-7,8	-1,9
	<i>Mar</i> P	995 843	1 778	7,0	79 415	-4 055	-4,6	-0,4	709 546	5 903	13,7	9,2	206 881	-84	-7,5	-1,8
	<i>Abr</i> A	988 702	-7 141	7,2	75 069	-4 346	-7,5	-0,7	707 225	-2 322	14,4	9,6	206 408	-484	-7,4	-1,7
	<i>May</i> A	1 002 739	14 038	6,1	76 000	931	-7,0	-0,6	720 703	13 478	10,8	7,5	206 037	-400	-3,5	-0,8
	<i>Jun</i> A	1 012 606	9 867	6,5	74 652	-1 347	-10,0	-0,9	730 181	9 478	11,2	7,8	207 773	1 699	-1,6	-0,4
	<i>Jul</i> A	1 005 693	-6 914	5,4	73 032	-1 620	-16,7	-1,5	728 613	-1 568	11,2	7,7	204 048	-3 771	-3,5	-0,8

FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

Nota: Los saldos de deuda se han elaborado siguiendo la metodología del nuevo SEC2010.

a. Deuda elaborada según la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE). Deuda bruta nominal consolidada.

b. Incluye emisión de moneda y Caja General de Depósitos.

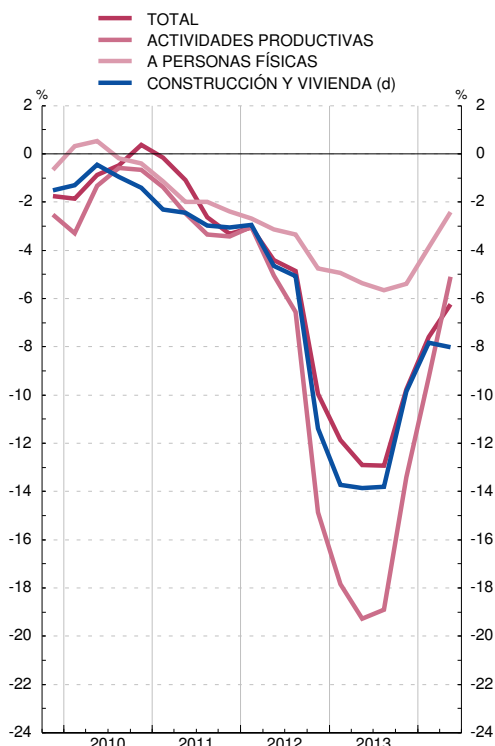
8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y EFC A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

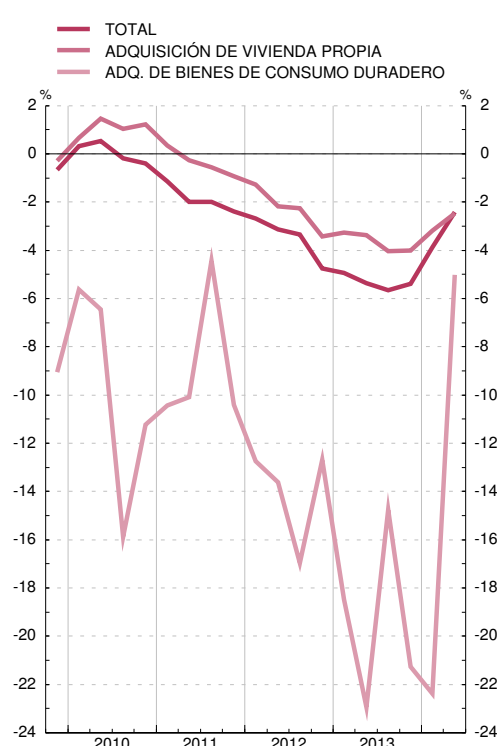
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas					Otras financ.a personas físicas por func. de gasto					Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro	Sin clasificar	Pro memoria: construcción y vivienda (d)		
		Total	Agricultura, ganadería y pesca	Industria (excepto construcción)	Construcción	Servicios	Total	Adquisición y rehab. de vivienda propia	Bienes de consumo duradero	Resto (b)						
											Del cual				Servicios inmobiliarios	Del cual
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
09	1 837 038	999 570	23 123	152 199	130 438	693 809	322 984	813 939	654 566	624 755	49 273	110 101	5 523	18 006	1 107 988	
10	1 843 952	1 012 916	23 128	152 376	114 519	722 893	315 782	812 781	662 798	632 449	42 068	107 916	6 096	12 159	1 093 099	
11	1 782 555	970 773	21 782	143 246	98 546	707 198	298 323	793 430	656 452	626 550	37 686	99 292	7 000	11 352	1 053 321	
12	1 604 961	829 788	20 217	131 109	76 217	602 246	224 015	755 689	633 138	605 057	32 904	89 647	6 976	12 507	933 370	
11 I	1 824 256	1 002 253	22 618	145 796	109 582	724 257	312 152	804 029	658 133	628 138	41 073	104 823	5 710	12 263	1 079 867	
II	1 817 800	994 086	22 435	146 481	105 489	719 681	308 424	805 058	658 999	628 377	40 201	105 858	5 898	12 759	1 072 912	
III	1 788 847	976 280	22 203	145 503	102 258	706 316	303 506	794 554	655 726	625 101	38 478	100 350	6 557	11 455	1 061 491	
IV	1 782 555	970 773	21 782	143 246	98 546	707 198	298 323	793 430	656 452	626 550	37 686	99 292	7 000	11 352	1 053 321	
12 I	1 768 488	968 348	21 416	139 850	96 193	710 889	295 696	782 441	649 716	620 182	35 835	96 890	6 643	11 055	1 041 606	
II	1 744 215	944 709	21 085	138 007	91 869	693 749	286 942	779 915	644 201	614 707	34 726	100 988	7 013	12 578	1 023 012	
III	1 701 789	916 389	20 852	135 138	87 794	672 604	280 245	767 855	639 522	610 943	31 953	96 381	6 910	10 635	1 007 561	
IV	1 604 961	829 788	20 217	131 109	76 217	602 246	224 015	755 689	633 138	605 057	32 904	89 647	6 976	12 507	933 370	
13 I	1 558 660	798 151	19 138	127 110	69 013	582 891	204 281	743 849	625 439	599 955	29 212	89 199	6 759	9 901	898 732	
II	1 519 123	763 059	18 974	122 351	64 195	557 539	198 432	738 107	618 663	593 929	26 762	92 683	6 754	11 203	881 290	
III	1 481 543	742 033	18 731	118 251	62 934	542 117	195 083	724 319	610 497	586 299	27 239	86 583	6 882	8 309	868 514	
IV	1 448 244	719 180	18 448	115 465	60 154	525 113	176 822	714 984	604 395	580 784	25 910	84 679	6 299	7 781	841 371	
14 I	R1 440 349	712 509	17 756	113 148	58 386	523 218	170 839	713 733	599 144	576 464	22 671	91 918	6 221	7 887	828 369	
II	P1 423 517	693 915	17 598	110 331	55 490	510 497	161 279	713 368	592 883	570 796	25 418	95 067	6 377	9 856	809 652	

CRÉDITO POR FINALIDADES
Tasas de variación interanual (c)



CRÉDITO POR FINALIDADES A PERSONAS FÍSICAS
Tasas de variación interanual (c)



FUENTE: BE.

a. Véanse los cuadros 4.13, 4.18 y 4.23 del Boletín Estadístico y sus notas que difunden en www.bde.es y nota de novedades de Boletín Estadístico de junio 2014.

b. Recoge los préstamos y créditos a hogares para la adquisición de terrenos y fincas rústicas, la adquisición de valores, la adquisición de bienes y servicios corrientes no considerados de consumo duradero (por ejemplo, préstamos para financiar gastos de viaje) y los destinados a finalidades diversas no incluidos entre los anteriores.

c. Los activos titulizados que han vuelto al balance como consecuencia de la entrada en vigor de la CBE 4/2004, han introducido una ruptura en las series en junio de 2005.

Las tasas representadas en el gráfico se han ajustado para eliminar este efecto.

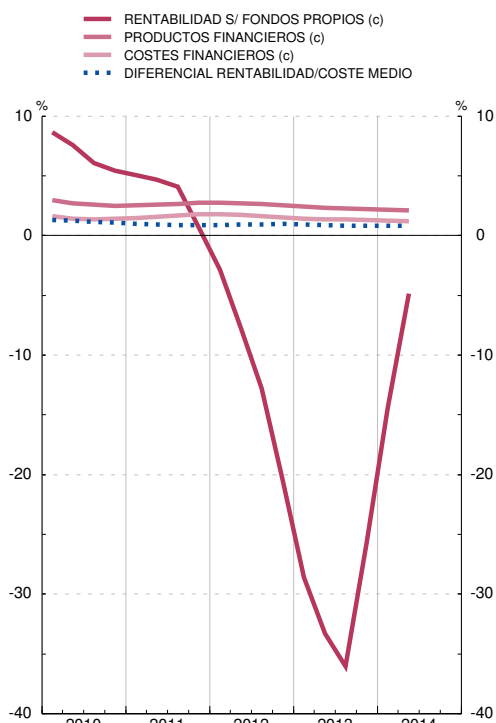
d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

8.10. CUENTA DE RESULTADOS DE ENTIDADES DE DEPOSITO RESIDENTES EN ESPAÑA

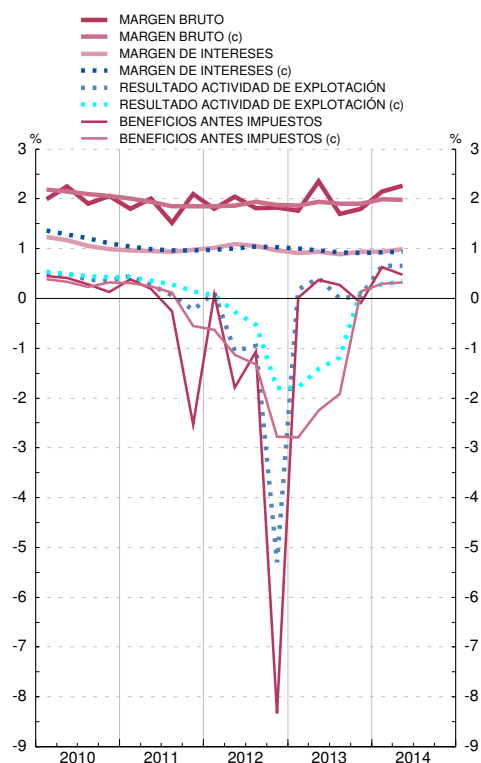
■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado										En porcentaje					
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11	12	13	14	15
							Del cual	Otros resultados de explotación								
Productos financieros	Costes	Margen de intereses	Rendimiento instru. cap. y otros pto. y gastos	Margen bruto	Gastos de explotación	Del cual	Otros resultados de explotación	Resultado de la actividad de explotación	Resto de productos y costes	Benefic. antes de impuest. (cont. hasta 1991)	Rentabilidad media de Fondos propios (a)	Rentabilidad media de operac. activas (b)	Coste medio de operaciones pasivas (b)	Diferencia (13-14)		
11	2,8	1,8	1,0	1,1	2,1	0,9	0,5	1,4	-0,2	2,2	-2,5	-8,5	2,9	2,1	0,9	
12	2,4	1,4	1,0	0,9	1,8	0,9	0,5	6,3	-5,3	3,3	-8,3	-39,2	2,8	1,8	1,0	
13	2,2	1,2	0,9	0,9	1,8	1,0	0,5	0,8	0,1	0,4	-0,1	2,0	2,4	1,6	0,8	
11 /	2,8	1,8	0,9	0,6	1,5	0,9	0,5	0,5	0,1	0,3	-0,3	1,7	2,8	2,0	0,9	
IV	2,8	1,8	1,0	1,1	2,1	0,9	0,5	1,4	-0,2	2,2	-2,5	-8,5	2,9	2,1	0,9	
12 /	2,7	1,7	1,0	0,8	1,8	0,9	0,5	0,8	0,1	0,2	0,1	-8,9	3,0	2,1	0,9	
II	2,6	1,5	1,1	1,0	2,0	0,9	0,5	2,3	-1,1	0,6	-1,8	-15,4	3,0	2,0	0,9	
III	2,4	1,4	1,1	0,8	1,8	0,8	0,5	2,0	-1,0	0,5	-1,1	-18,3	2,9	1,9	1,0	
IV	2,4	1,4	1,0	0,9	1,8	0,9	0,5	6,3	-5,3	3,3	-8,3	-39,2	2,8	1,8	1,0	
13 /	2,3	1,4	0,9	0,8	1,8	0,9	0,5	0,7	0,2	0,1	0,0	-41,3	2,6	1,7	0,9	
II	2,3	1,3	0,9	1,4	2,4	0,9	0,5	1,0	0,4	0,2	0,4	-34,3	2,5	1,7	0,9	
III	2,2	1,3	0,9	0,8	1,7	0,9	0,5	0,8	-0,0	0,4	0,3	-29,3	2,4	1,6	0,8	
IV	2,2	1,2	0,9	0,9	1,8	1,0	0,5	0,8	0,1	0,4	-0,1	2,0	2,4	1,6	0,8	
14 /	2,1	1,1	0,9	1,2	2,2	1,0	0,5	0,5	0,7	0,2	0,6	3,9	2,3	1,5	0,8	
II	2,1	1,1	1,0	1,3	2,3	1,0	0,5	0,7	0,7	0,1	0,5	4,0	2,2	1,4	0,8	

CUENTA DE RESULTADOS
Ratios sobre balance ajustado medio y rentabilidades



CUENTA DE RESULTADOS
Ratios sobre balance ajustado medio



FUENTE: BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 4.36.

a. Beneficio antes de impuestos dividido por Fondos propios.

b. Para calcular la rentabilidad y el coste medio, sólo se han considerado los activos y pasivos financieros que originan productos y costes financieros, respectivamente.

c. Media de los cuatro últimos trimestres.

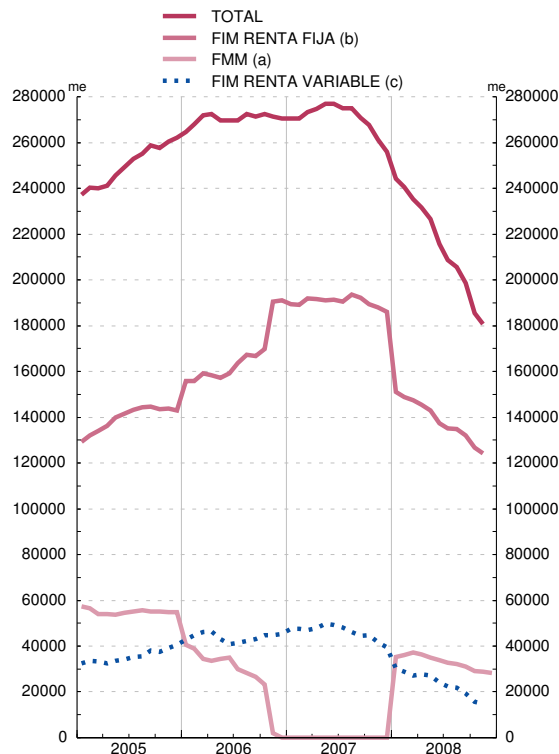
8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

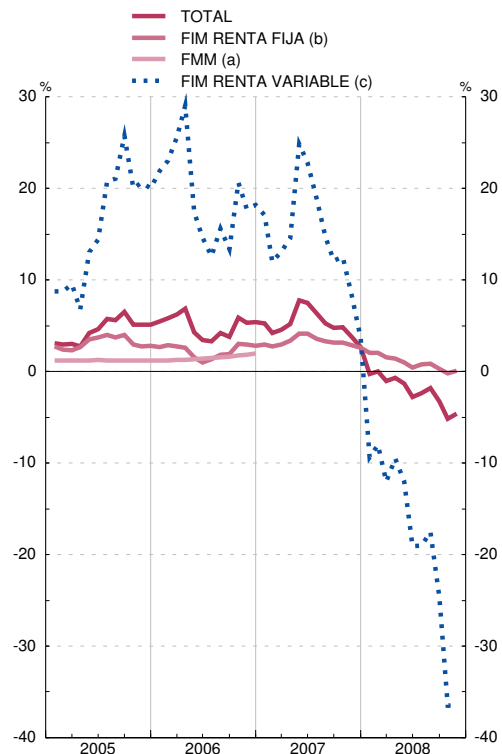
Millones de euros y porcentajes

	Total				FMM (a)				FIM renta fija (b)				FIM renta variable (c)				Otros fondos (d)
	Patrimonio	Variación mensual	De la cual		Patrimonio	Variación mensual	De la cual		Patrimonio	Variación mensual	De la cual		Patrimonio	Variación mensual	De la cual		Patrimonio
			Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses			Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses			Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses			Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
05	262 201	1 698	-1	5,1	54 751	-110	-171	1,2	143 047	-611	-1 167	2,8	40 672	1 454	538	20,0	23 730
06	270 407	-1 060	-3 100	5,4	106	-1 953	-1 953	2,0	191 002	466	314	2,8	45 365	480	-723	18,2	33 934
07	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643
07 Ago	275 016	-19	-242	5,3	-	-	-	...	193 565	3 073	2 697	3,3	46 136	-2 060	-1 421	14,7	35 314
Sep	270 736	-4 279	-5 439	4,8	-	-	-	...	192 289	-1 277	-1 624	3,1	44 560	-1 576	-1 877	12,1	33 887
Oct	267 586	-3 151	-6 069	4,8	-	-	-	...	189 387	-2 902	-3 907	3,1	44 816	255	-1 196	12,5	33 383
Nov	261 331	-6 255	-4 310	3,8	-	-	-	...	188 057	-1 330	-1 536	2,9	41 620	-3 196	-1 640	8,3	31 654
Dic	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643
08 Ene	244 286	-11 769	-6 863	-0,3	35 111	35 111	1 027	...	151 093	-34 870	531	2,0	30 184	-9 265	-5 341	-9,4	27 898
Feb	240 462	-3 824	-4 123	0,0	36 169	1 058	-10	...	148 946	-2 147	-1 376	2,0	28 813	-1 371	-1 319	-8,0	26 534
Mar	235 174	-5 288	-3 933	-1,1	37 340	1 171	-369	...	147 530	-1 415	-1 658	1,5	27 214	-1 599	-906	-12,0	23 090
Abr	231 723	-3 451	-5 458	-0,7	36 428	-912	-909	...	145 511	-2 019	-2 512	1,4	27 622	409	-839	-9,5	22 161
May	226 535	-5 187	-5 542	-1,3	35 029	-1 400	-1 590	...	142 921	-2 590	-2 562	1,0	27 159	-464	-627	-12,0	21 427
Jun	215 574	-10 961	-7 355	-2,8	33 849	-1 180	-1 569	...	137 444	-5 476	-3 950	0,4	24 008	-3 150	-753	-19,1	20 273
Jul	208 593	-6 982	-7 186	-2,4	32 589	-1 260	-1 628	...	135 012	-2 433	-2 798	0,7	22 309	-1 699	-1 354	-19,0	18 683
Ago	205 707	-2 886	-7 138	-1,8	32 125	-464	-549	...	134 723	-289	-711	0,8	21 922	-388	-5 444	-17,6	16 938
Sep	198 665	-7 042	-5 892	-3,3	30 927	-1 198	-1 176	...	131 932	-2 791	-2 863	0,3	19 242	-2 680	-972	-24,7	16 564
Oct	185 428	-13 237	-11 680	-5,2	29 165	-1 762	-1 796	...	126 590	-5 342	-7 323	-0,2	15 756	-3 486	-959	-36,5	13 917
Nov	180 835	-4 593	-4 363	-4,6	28 810	-355	-427	...	124 111	-2 479	-2 854	0,1	14 708	-1 048	-496	-36,5	13 207

PATRIMONIO



RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

a. Hasta diciembre de 2007 se refiere a FIAMM y desde enero de 2008 a la nueva categoría FMM

b. Incluye FIM renta fija a corto y largo en euros e internacional, renta fija mixta en euros e internacional y fondos garantizados.

c. Incluye FIM renta variable y variable mixta en euros, nacional e internacional.

d. Fondos globales.

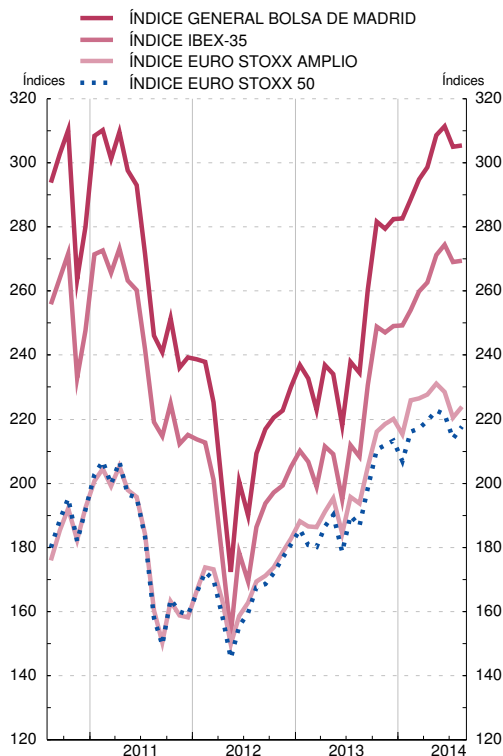
8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

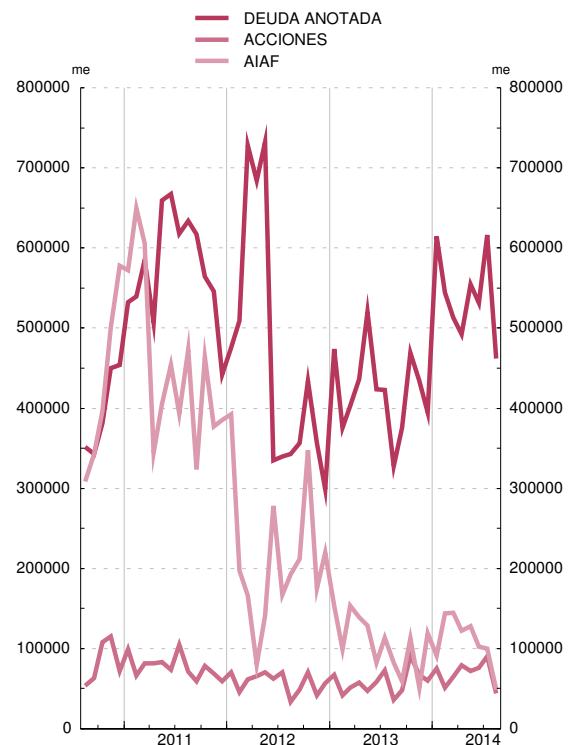
Índices, millones de euros y miles de contratos

	Índices de cotización de acciones				Contratación de mercados (importes en millones de euros)								
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)		
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
12	764,56	7 579,94	240,67	2 419,01	696 262	60 247	5 592 323	2 568 756	-	34 928	-	4 988	
13	883,52	8 718,64	283,43	2 809,28	698 744	46 094	5 057 285	1 293 402	-	27 462	-	5 778	
14	A 1 073,16	10 502,18	320,98	3 160,23	551 627	25 526	4 329 200	880 352	-	16 583	-	4 527	
13	May	839,10	8 320,60	278,88	2 769,64	47 390	5 641	520 390	128 741	...	2 067	...	481
	Jun	781,82	7 762,70	263,09	2 602,59	58 232	2 542	423 791	82 324	...	2 628	...	567
	Jul	852,30	8 433,40	279,46	2 768,15	72 758	2 889	422 716	113 400	...	2 065	...	473
	Ago	840,02	8 290,50	276,67	2 721,37	36 105	2 463	327 954	82 025	...	1 351	...	437
	Sep	933,30	9 186,10	292,93	2 893,15	47 994	3 141	375 746	59 021	...	2 519	...	441
	Oct	1 009,27	9 907,90	308,51	3 067,95	91 508	5 578	468 990	112 558	...	3 457	...	545
	Nov	1 001,44	9 837,60	312,01	3 086,64	67 126	3 694	434 287	51 145	...	2 473	...	556
	Dic	1 011,98	9 916,70	314,31	3 109,00	60 333	2 953	394 748	118 995	...	2 692	...	479
14	Ene	1 012,85	9 920,20	307,33	3 013,96	74 939	2 530	614 391	90 964	...	2 988	...	660
	Feb	1 034,34	10 114,20	322,43	3 149,23	50 973	2 418	544 467	143 929	...	1 524	...	523
	Mar	1 056,06	10 340,50	323,35	3 161,60	64 726	4 182	513 320	144 325	...	2 423	...	582
	Abr	1 070,05	10 459,00	324,97	3 198,39	78 741	3 687	492 433	122 334	...	1 836	...	559
	May	1 106,04	10 798,70	329,79	3 244,60	72 282	3 009	554 780	128 261	...	1 848	...	535
	Jun	1 116,05	10 923,50	326,10	3 228,24	75 549	2 732	531 607	101 957	...	2 384	...	540
	Jul	1 092,82	10 707,20	314,68	3 115,51	90 178	4 509	616 036	100 025	...	2 375	...	585
	Ago	P 1 094,63	10 728,80	319,65	3 172,63	44 238	2 459	462 166	48 558	...	1 205	...	542

ÍNDICE DE COTIZACIÓN DE ACCIONES
Base enero de 1994 = 100



CONTRATACIÓN DE MERCADOS



FUENTES: Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia (columnas 1, 2, 5 y 6); Reuters (columnas 3 y 4); AIAF (columna 8) y Mercado español de futuros financieros (MEFFSA) (columnas 9 a 12)

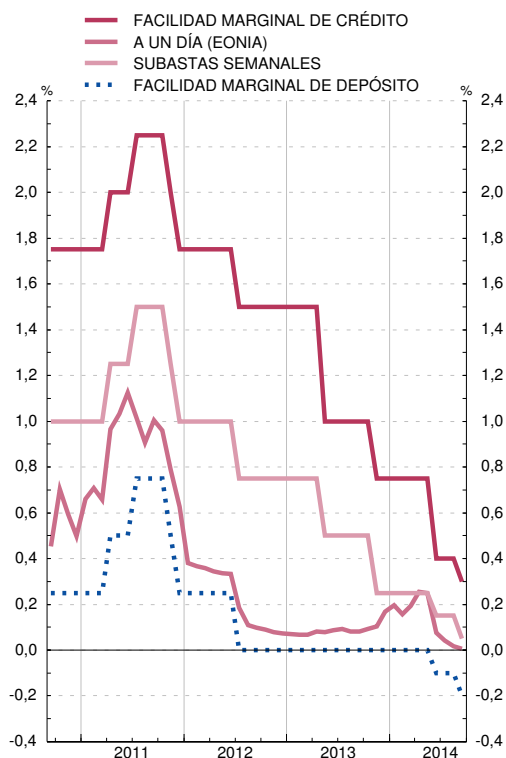
9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

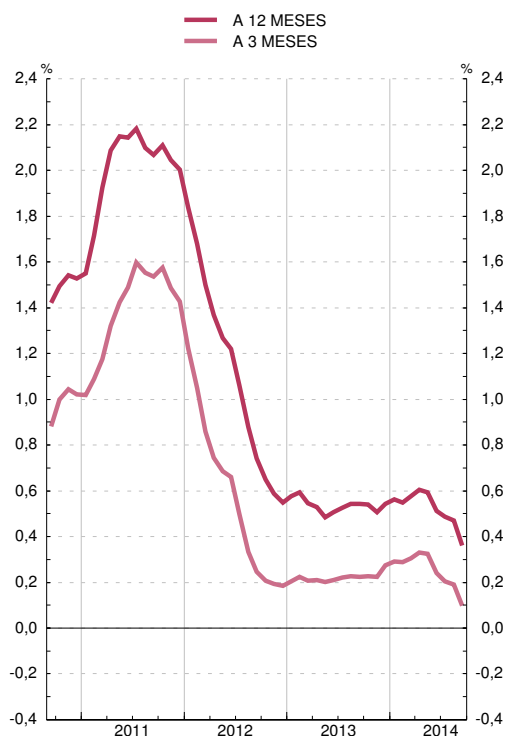
Medias de datos diarios. Porcentajes

	Eurosistema: operaciones de regulación monetaria				Mercado interbancario													
	Operaciones principales de financiación: subastas semanales	Operaciones de financiación a largo plazo: subastas mensuales	Facilidades permanentes		Zona del euro: depósitos (euríbor) (a)					España								
			De crédito	De depósito	Día a día (EONIA)	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Depósitos no transferibles					Operaciones temporales con deuda pública			
										Día a día	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Día a día	A un mes	A tres meses	A un año
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
12	0,75	0,75	1,50	0,00	0,229	0,33	0,57	0,83	1,11	0,27	0,76	1,06	-	1,72	0,18	0,41	0,56	1,00
13	0,25	0,25	0,75	0,00	0,089	0,13	0,22	0,34	0,54	0,15	0,41	1,07	0,33	0,53	0,08	0,34	0,45	-
14	0,05	0,05	0,30	-0,20	0,132	0,17	0,25	0,35	0,52	0,15	0,22	0,55	-	0,55	0,13	0,17	0,26	-
13 Jun	0,50	0,50	1,00	0,00	0,086	0,12	0,21	0,32	0,51	0,17	0,56	-	-	-	0,13	0,34	0,43	-
Jul	0,50	-	1,00	0,00	0,093	0,13	0,22	0,34	0,53	0,21	0,31	0,22	0,33	0,52	0,13	0,38	0,42	-
Ago	0,50	0,50	1,00	0,00	0,082	0,13	0,23	0,34	0,54	0,15	0,19	1,25	-	0,53	0,06	0,41	0,49	-
Sep	0,50	0,50	1,00	0,00	0,080	0,13	0,22	0,34	0,54	0,14	0,42	-	-	0,55	0,05	0,36	0,36	-
Oct	0,50	0,50	1,00	0,00	0,093	0,13	0,23	0,34	0,54	0,11	0,41	-	-	0,54	0,07	0,33	0,57	-
Nov	0,25	0,25	0,75	0,00	0,103	0,13	0,22	0,33	0,51	0,13	0,50	-	-	0,53	0,10	0,20	0,24	-
Dic	0,25	0,25	0,75	0,00	0,169	0,21	0,27	0,37	0,54	0,13	0,21	-	-	0,50	0,15	0,51	0,78	-
14 Ene	0,25	0,25	0,75	0,00	0,196	0,22	0,29	0,40	0,56	0,15	0,23	-	-	0,55	0,15	0,20	0,47	-
Feb	0,25	0,25	0,75	0,00	0,157	0,22	0,29	0,39	0,55	0,17	0,30	0,70	-	0,55	0,18	0,24	0,22	-
Mar	0,25	0,25	0,75	0,00	0,192	0,23	0,31	0,41	0,58	0,20	0,30	-	-	-	0,20	0,25	0,26	-
Abr	0,25	-	0,75	0,00	0,256	0,25	0,33	0,43	0,60	0,25	0,28	-	-	-	0,26	0,25	0,49	-
May	0,25	0,25	0,75	0,00	0,248	0,26	0,32	0,42	0,59	0,26	0,25	0,55	-	-	0,27	0,30	0,36	-
Jun	0,15	0,15	0,40	-0,10	0,076	0,15	0,24	0,33	0,51	0,10	0,15	-	-	-	0,08	0,15	0,17	-
Jul	0,15	0,15	0,40	-0,10	0,043	0,10	0,21	0,31	0,49	0,07	0,27	-	-	-	0,04	0,06	0,11	-
Ago	0,15	0,15	0,40	-0,10	0,018	0,09	0,19	0,29	0,47	0,07	0,13	0,42	-	-	-0,02	0,06	0,19	-
Sep	0,05	0,05	0,30	-0,20	0,007	0,02	0,10	0,20	0,36	0,05	0,08	-	-	-	-0,01	0,01	0,08	-

EUROSISTEMA: OPERACIONES DE REGULACIÓN MONETARIA E INTERBANCARIO DÍA A DÍA DE LA ZONA DEL EURO



MERCADO INTERBANCARIO: ZONA DEL EURO A TRES MESES Y A UN AÑO



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

a. Hasta diciembre de 1998, se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB.

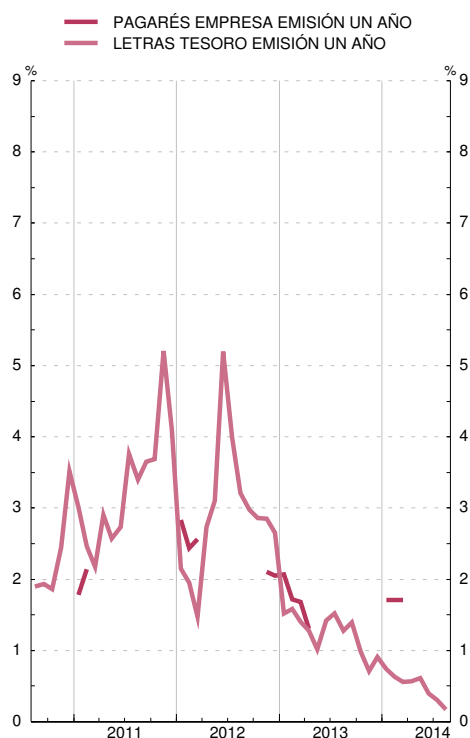
9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

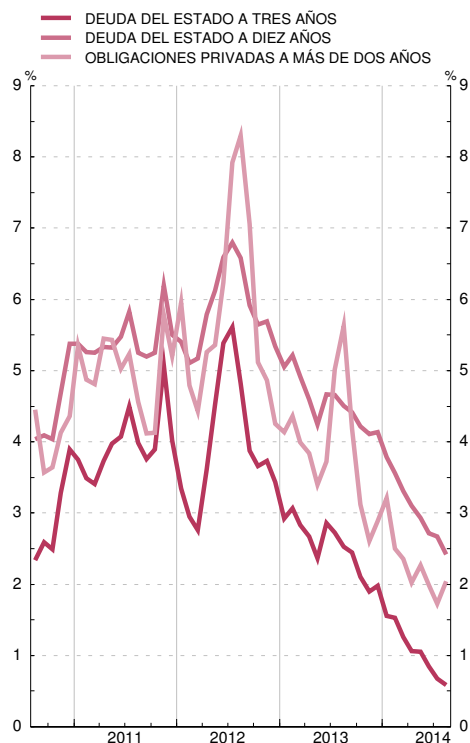
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo								Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años
	Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado								
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal					Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta			
					A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años	A diez años		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
12	2,93	2,67	2,40	3,24	3,93	4,79	5,72	-	6,14	3,98	5,85	5,80	
13	1,25	1,17	1,47	3,10	2,48	3,43	4,76	5,18	5,46	2,53	4,56	3,91	
14	A 0,49	0,48	1,71	1,13	1,17	1,81	3,05	3,79	4,01	1,07	3,06	2,27	
13													
May	1,01	1,02	-	2,83	2,47	3,03	4,45	4,56	-	2,37	4,25	3,40	
Jun	1,42	1,35	1,01	2,98	2,73	3,64	4,82	-	-	2,86	4,67	3,72	
Jul	1,52	1,35	-	3,56	2,79	3,77	4,76	5,19	-	2,73	4,66	5,02	
Ago	1,28	1,24	-	3,10	2,66	3,59	-	-	-	2,53	4,51	5,63	
Sep	1,39	1,23	-	2,91	2,24	3,50	4,53	4,83	-	2,45	4,42	4,18	
Oct	0,98	0,87	-	3,01	2,08	3,08	-	-	5,21	2,10	4,22	3,12	
Nov	0,71	0,71	1,00	2,74	2,12	2,89	-	-	-	1,90	4,11	2,61	
Dic	0,91	0,89	-	3,49	2,20	2,72	4,12	-	-	1,98	4,14	2,89	
14													
Ene	0,74	0,73	1,71	2,88	1,62	2,41	3,85	4,22	-	1,56	3,78	3,21	
Feb	0,63	0,62	1,71	1,13	1,59	2,29	3,58	-	4,54	1,53	3,56	2,50	
Mar	0,56	0,56	1,71	0,91	1,35	2,00	3,36	3,87	-	1,26	3,31	2,36	
Abr	0,57	0,56	-	0,91	1,04	1,68	3,07	3,55	-	1,06	3,10	2,02	
May	0,61	0,59	-	0,79	1,06	1,67	2,99	3,52	-	1,05	2,93	2,27	
Jun	0,40	0,37	-	0,87	0,89	1,41	2,80	-	-	0,85	2,71	1,99	
Jul	0,30	0,24	-	0,93	0,70	1,61	2,10	-	3,53	0,67	2,67	1,73	
Ago	0,17	0,16	-	0,63	-	1,44	2,70	-	-	0,58	2,42	2,04	

MERCADO PRIMARIO



MERCADO SECUNDARIO



FUENTES: Principales emisores (columna 3); AIAF (columnas 4 y 12).

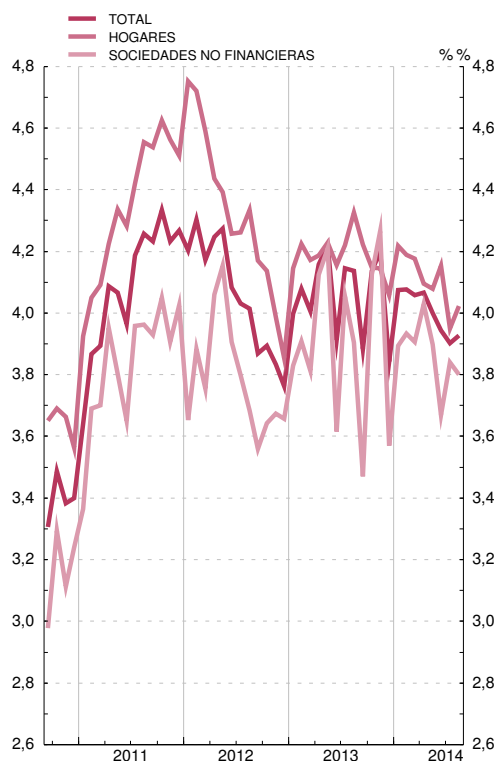
9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO Y EFC. (CBE 4/2002) NEDD/SDDS (a)

■ Serie representada gráficamente.

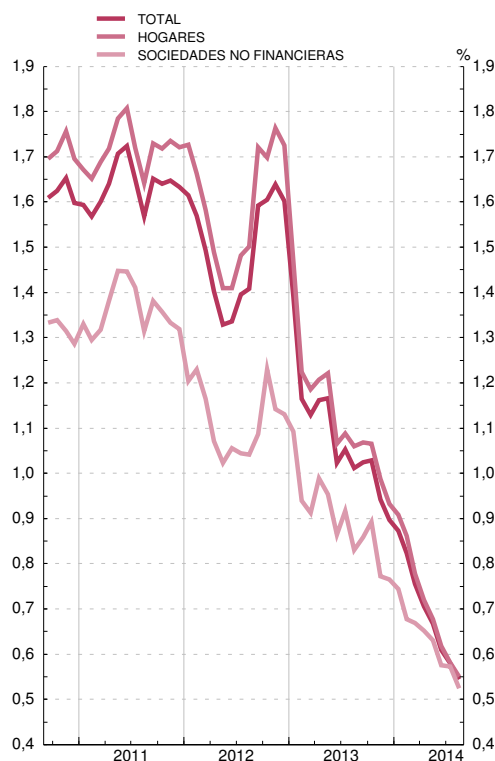
Porcentajes

	Préstamos y créditos (TAE) (b)							Depósitos (TEDR) (b)								
	Tipo sintético (d)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (d)	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras			
		1	2	3	4	5	6		7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
12	3,76	3,86	2,93	6,98	3,66	5,35	2,98	1,60	1,72	0,21	2,83	1,39	1,13	0,37	2,08	1,32
13	3,84	4,06	3,16	7,22	3,57	5,18	2,91	0,90	0,93	0,22	1,50	0,49	0,77	0,35	1,30	0,75
14	3,93	4,02	3,07	7,46	3,80	4,80	3,00	0,54	0,55	0,19	0,86	0,37	0,52	0,40	0,73	0,09
13 Ene	4,00	4,14	3,16	7,48	3,83	5,67	2,93	1,39	1,47	0,20	2,37	0,63	1,09	0,38	1,95	0,89
Feb	4,08	4,22	3,26	7,49	3,91	5,65	3,10	1,16	1,22	0,21	1,95	0,38	0,94	0,39	1,63	0,38
Mar	4,01	4,17	3,22	7,42	3,81	5,57	2,94	1,13	1,19	0,21	1,90	0,36	0,91	0,34	1,63	0,62
Abr	4,16	4,19	3,20	7,55	4,12	5,87	3,10	1,16	1,21	0,20	1,94	0,32	0,99	0,39	1,75	0,38
May	4,22	4,23	3,18	7,82	4,21	5,78	3,28	1,17	1,22	0,21	1,97	0,25	0,95	0,41	1,67	0,22
Jun	3,91	4,16	3,16	7,47	3,62	5,49	2,85	1,02	1,06	0,18	1,75	0,27	0,86	0,42	1,46	0,43
Jul	4,14	4,22	3,19	7,78	4,05	5,62	3,14	1,05	1,09	0,18	1,78	0,28	0,92	0,38	1,58	0,37
Ago	4,14	4,33	3,27	7,98	3,90	5,40	2,87	1,01	1,06	0,18	1,73	0,20	0,83	0,40	1,38	0,32
Sep	3,88	4,22	3,20	7,77	3,47	5,39	2,50	1,02	1,07	0,19	1,74	0,19	0,86	0,45	1,37	0,32
Oct	4,14	4,15	3,12	7,70	4,13	5,39	3,33	1,03	1,07	0,18	1,74	0,12	0,89	0,40	1,51	0,17
Nov	4,20	4,15	3,19	7,43	4,27	5,24	3,71	0,94	0,99	0,17	1,62	0,12	0,77	0,37	1,30	0,33
Dic	3,84	4,06	3,16	7,22	3,57	5,18	2,91	0,90	0,93	0,22	1,50	0,49	0,77	0,35	1,30	0,75
14 Ene	4,07	4,22	3,32	7,40	3,89	5,42	2,96	0,87	0,91	0,21	1,46	0,24	0,74	0,47	1,11	0,51
Feb	4,08	4,19	3,28	7,45	3,93	5,21	3,02	0,82	0,86	0,21	1,37	0,41	0,68	0,42	1,00	0,39
Mar	4,06	4,18	3,31	7,30	3,91	5,43	2,95	0,75	0,78	0,20	1,23	1,11	0,67	0,45	0,97	0,44
Abr	4,07	4,09	3,19	7,34	4,03	5,32	3,07	0,71	0,72	0,20	1,13	0,56	0,65	0,43	0,96	0,19
May	4,00	4,08	3,18	7,33	3,90	5,13	2,88	0,67	0,68	0,20	1,07	0,35	0,63	0,44	0,93	0,22
Jun	3,94	4,15	3,29	7,16	3,67	4,92	3,07	0,61	0,62	0,19	0,98	0,21	0,58	0,43	0,82	0,10
Jul	3,90	3,95	3,08	7,07	3,84	4,93	2,93	0,58	0,58	0,20	0,92	0,58	0,57	0,39	0,86	0,16
Ago	3,93	4,02	3,07	7,46	3,80	4,80	3,00	0,54	0,55	0,19	0,86	0,37	0,52	0,40	0,73	0,09

PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS TIPOS SINTÉTICOS



DEPÓSITOS TIPOS SINTÉTICOS



FUENTE: BE.

a. Cuadro incluido entre los requerimientos del FMI en el contexto de las Normas Especiales de Distribución de Datos (NEDD)

b. TAE: Tasa anual equivalente. TEDR: Tipo efectivo definición restringida, que equivale a TAE sin incluir comisiones.

c. Calculada sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de los mismos.

d. Los tipos sintéticos de los préstamos y de los depósitos se obtienen como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones ponderados por los saldos en euros recogidos en balance para todos los instrumentos de cada uno de los sectores.

e. Hasta mayo de 2010, inclusive, esta columna incluye el crédito concedido a través de tarjetas de crédito (véase nota de novedades del Boletín Estadístico julio-agosto 2010).

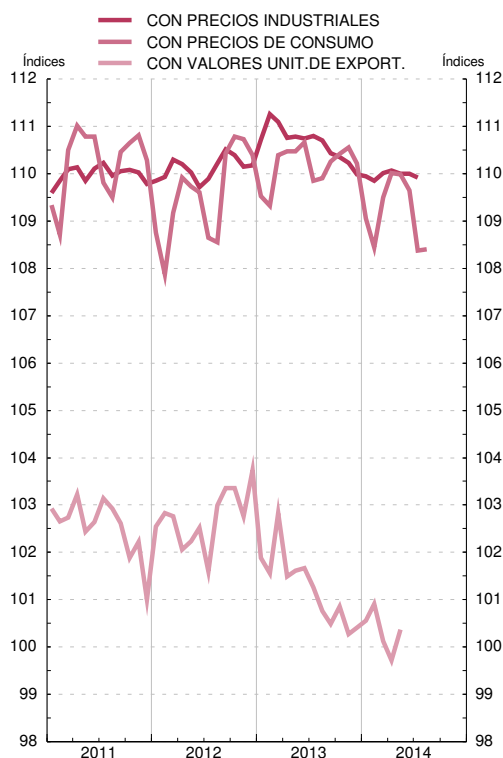
9.4. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LA UE 28 Y A LA ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea (UE 28)									Frente a la zona del euro (a)				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales (d)	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d)	Con valores unitarios de las exportaciones
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales (d)	Con valores unitarios de las exportaciones(e)		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales (d)	Con valores unitarios de las exportaciones(e)					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
11	110,0	110,2	107,8	102,5	101,9	107,9	108,2	105,8	101,0	109,8	110,4	108,5	111,6	103,1
12	110,1	109,6	102,0	102,7	101,4	108,6	108,0	100,6	101,7	110,6	110,3	103,3	108,2	103,6
13	110,7	110,2	99,4	101,3	101,9	108,6	108,1	97,6	99,8	110,8	110,6	100,1	104,6	102,0
12 III	110,2	109,2	102,1	102,6	101,1	109,0	108,0	100,9	101,9	111,0	110,3	103,6	108,3	103,5
12 IV	110,2	110,6	98,0	103,3	101,3	108,8	109,2	96,7	102,4	110,8	111,6	99,3	108,1	104,1
13 I	111,0	109,8	99,3	102,1	101,8	109,0	107,8	97,6	100,7	111,2	110,2	100,0	104,8	102,9
13 II	110,8	110,5	99,5	101,6	101,9	108,7	108,5	97,7	100,1	110,9	110,9	100,4	105,4	102,3
13 III	110,7	110,0	99,7	100,8	102,0	108,5	107,9	97,8	99,3	110,8	110,3	100,4	104,7	101,5
13 IV	110,2	110,4	99,1	100,5	101,9	108,1	108,3	97,2	99,0	110,3	110,8	99,8	103,4	101,2
14 I	109,9	109,0	97,6	100,5	101,9	107,9	107,0	95,8	99,1	110,2	109,5	98,3	101,5	101,0
14 II	110,0	109,9	98,2	...	101,7	108,1	108,0	96,5	...	110,4	110,5	99,0	104,9	...
13 Dic	110,0	110,2	99,1	100,4	101,9	107,9	108,1	97,2	98,9	110,1	110,6	99,8	103,4	101,0
14 Ene	109,9	109,1	...	100,6	101,8	108,0	107,1	...	99,2	110,2	109,6	...	...	101,1
14 Feb	109,9	108,4	...	100,9	101,8	107,9	106,5	...	99,5	110,1	109,0	...	...	101,4
14 Mar	110,0	109,5	97,6	100,1	101,9	107,9	107,4	95,8	98,6	110,2	109,8	98,3	101,5	100,7
14 Abr	110,1	110,0	...	99,7	101,9	108,0	108,0	...	98,3	110,3	110,4	...	...	100,3
14 May	110,0	110,0	...	100,4	101,8	108,1	108,1	...	99,0	110,3	110,6	...	...	101,1
14 Jun	110,0	109,6	98,2	...	101,6	108,2	107,9	96,5	...	110,5	110,4	99,0	104,9	...
14 Jul	109,9	108,4	...	...	101,6	108,2	106,7	...	...	110,4	109,2	...	...	...
14 Ago	...	108,4	...	...	101,7	...	106,6	...	...	...	109,1	...	...	...
14 Sep	...	...	...	...	101,6	...	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA UNIÓN EUROPEA (UE 28)



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003), (2004-2006) y (2007-2009).

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

d. Series trimestrales. En la definición de los índices, para España se usan las series de Coste Laboral Unitario (totales y manufacturas) obtenidas a partir de la información de la Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008. Fuente INE.

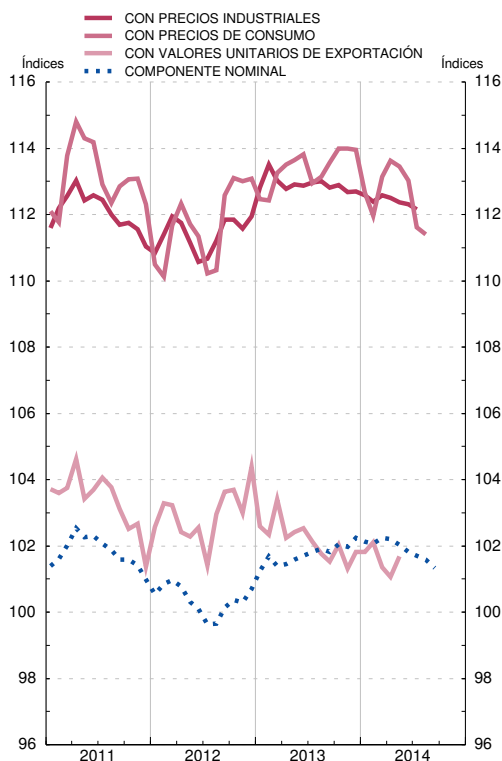
9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS Y A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

■ Serie representada gráficamente.

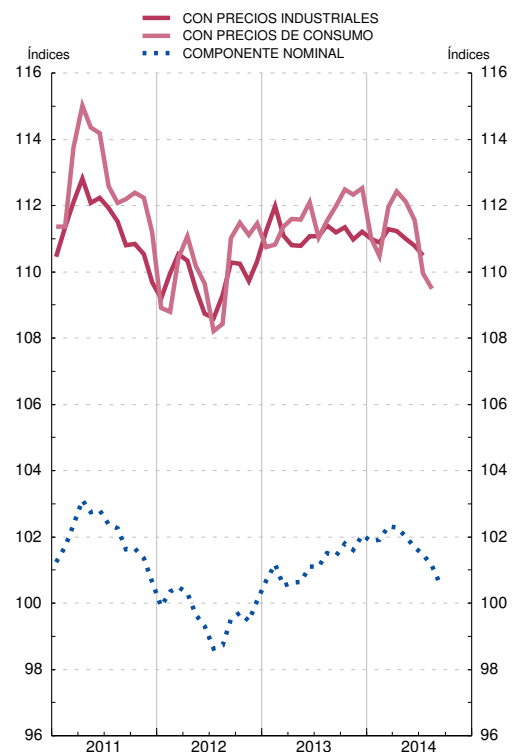
Base 1999 I = 100

	Frente a los países desarrollados									Frente a los países industrializados				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Total (a)		Componente nominal (b)	Componente precios (c)	
	Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones	Con precios industriales	Con precios consumo		Con precios industriales	Con precios consumo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
11	112,1	113,1	115,5	103,4	101,8	110,1	111,1	113,5	102,2	111,4	112,7	102,0	109,2	110,5
12	111,4	111,7	110,5	103,0	100,4	111,0	111,3	110,1	103,3	109,7	110,1	99,7	110,1	110,4
13	112,9	113,4	108,4	102,2	101,7	111,0	111,5	106,5	101,1	111,2	111,7	101,2	109,9	110,4
12 III	111,2	111,0	110,0	102,7	99,8	111,5	111,2	110,2	103,6	109,4	109,2	98,9	110,5	110,4
12 IV	111,8	113,1	110,6	103,7	100,5	111,3	112,6	110,1	103,9	110,1	111,4	99,8	110,4	111,6
13 I	113,1	112,7	108,2	102,8	101,4	111,5	111,1	106,7	102,0	111,4	111,0	100,8	110,6	110,1
13 II	112,9	113,7	109,1	102,4	101,6	111,1	111,9	107,4	101,5	110,9	111,8	100,8	110,0	110,9
13 III	112,9	113,2	108,6	101,8	101,8	110,9	111,2	106,6	100,6	111,2	111,5	101,3	109,7	110,0
13 IV	112,8	114,0	107,5	101,7	102,1	110,5	111,7	105,3	100,3	111,2	112,4	101,8	109,2	110,4
14 I	112,5	112,6	105,7	101,7	102,1	110,2	110,2	103,5	100,3	111,1	111,2	102,0	108,8	109,0
14 II	112,4	113,4	109,2	...	102,0	110,2	111,1	107,0	...	111,0	112,0	102,0	108,8	109,8
13 Dic	112,7	114,0	107,5	101,8	102,2	110,2	111,5	105,3	100,3	111,2	112,5	102,1	109,0	110,3
14 Ene	112,6	112,7	...	101,8	102,1	110,2	110,3	...	100,4	111,0	111,0	101,9	109,0	109,0
14 Feb	112,4	112,0	...	102,1	102,1	110,1	109,7	...	100,7	110,9	110,5	101,9	108,8	108,4
14 Mar	112,6	113,1	105,7	101,4	102,2	110,1	110,7	103,5	99,8	111,3	112,0	102,3	108,8	109,4
14 Abr	112,5	113,6	...	101,1	102,2	110,1	111,2	...	99,6	111,2	112,4	102,3	108,7	109,9
14 May	112,4	113,5	...	101,7	102,0	110,1	111,2	...	100,4	111,0	112,1	102,0	108,8	109,9
14 Jun	112,3	113,0	109,2	...	101,8	110,3	111,0	107,0	...	110,8	111,6	101,7	108,9	109,7
14 Jul	112,2	111,6	...	...	101,7	110,3	109,8	...	...	110,5	110,0	101,5	108,9	108,4
14 Ago	...	111,4	...	...	101,6	...	109,7	...	...	...	109,5	101,1	...	108,3
14 Sep	...	...	...	...	101,3	...	...	...	...	...	...	100,5	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS



FUENTE: BE.

a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003), (2004-2006) y (2007-2009).

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

d. Series trimestrales. En la definición de los índices, para España se usan las series de Coste Laboral Unitario (totales y manufacturas) obtenidas a partir de la información de la Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008. Fuente INE.

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España publica distintos tipos de documentos que proporcionan información sobre su actividad (informes económicos, información estadística, trabajos de investigación, etc.). La lista completa de las publicaciones del Banco de España se encuentra en su sitio web, en http://www.bde.es/webbde/Secciones/Publicaciones/Relacionados/Fic/cat_publ.pdf.

La relación de los artículos publicados en el *Boletín Económico* desde 1979 puede consultarse en http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/Fic/indice_general.pdf.

La mayor parte de estos documentos está disponible en formato pdf y se puede descargar gratuitamente en el sitio web del Banco de España, en <http://www.bde.es/webbde/es/secciones/informes/>. El resto puede solicitarse a publicaciones@bde.es.

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

© Banco de España, Madrid, 2014
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Públicas	IFM	Instituciones Financieras Monetarias
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	IGAE	Intervención General de la Administración del Estado
ANFAC	Asociación Nacional de Fabricantes de Automóviles y Camiones	IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
BCE	Banco Central Europeo	INE	Instituto Nacional de Estadística
BCN	Bancos Centrales Nacionales	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
BE	Banco de España	IPC	Índice de Precios de Consumo
BOE	Boletín Oficial del Estado	IPI	Índice de Producción Industrial
BPI	Banco de Pagos Internacionales	IPRI	Índice de Precios Industriales
CBE	Circular del Banco de España	IPSEBENE	Índice de Precios de Servicios y de Bienes Elaborados No Energéticos
CE	Comisión Europea	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
DEG	Derechos Especiales de Giro	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	OSR	Otros Sectores Residentes
DGT	Dirección General de Tráfico	PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
EC	Entidades de crédito	PIB	Producto Interior Bruto
EFC	Establecimientos financieros de crédito	PIBpm	Producto Interior Bruto a precios de mercado
Eonia	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (<i>Euro Overnight Index Average</i>)	PNB	Producto Nacional Bruto
Euríbor	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (<i>Euro Interbank Offered Rate</i>)	RD	Real Decreto
Eurostat	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas	RM	Resto del Mundo
EPA	Encuesta de población activa	Sareb	Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria
FAAF	Fondo para la Adquisición de Activos Financieros	SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
FEADER	Fondo Europeo Agrícola de Desarrollo Rural	SEC	Sistema Europeo de Cuentas
FEAGA	Fondo Europeo Agrícola de Garantía	SEPE	Servicio Público de Empleo Estatal
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	SME	Sistema Monetario Europeo
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	TAE	Tasa Anual Equivalente
FEP	Fondo Europeo de Pesca	TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
FFPP	Fondos de Pensiones	UE	Unión Europea
FGD	Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito	UEM	Unión Económica y Monetaria
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	UE-15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria	UE-25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
FMI	Fondo Monetario Internacional	UE-27	Países componentes de la Unión Europea desde 1.1.2007
FMM	Fondos del Mercado Monetario	UE-28	Países componentes de la Unión Europea desde 1.7.2013
FSE	Fondo Social Europeo	VNA	Variación Neta de Activos
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo	VNP	Variación Neta de Pasivos
ICO	Instituto de Crédito Oficial		

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)
HR	Croacia	HRK (huna)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	EUR (euro)
LV	Letonia	EUR (euro)
LT	Lituania	LTL (litas lituano)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forint húngaro)
MT	Malta	EUR (euro)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PL	Polonia	PLN (zloty polaco)
PT	Portugal	EUR (euro)
RO	Rumanía	RON (nuevo leu rumano)
SI	Eslovenia	EUR (euro)
SK	Eslovaquia	EUR (euro)
FI	Finlandia	EUR (euro)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra esterlina)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	Estados Unidos	USD (dólar estadounidense)

ABREVIATURAS Y SIGNOS

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