

**BOLETÍN ECONÓMICO**

**09/2011**

**BANCO DE ESPAÑA**  
Eurosistema







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

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

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

## SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Públicas
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Bancos centrales nacionales
BE	Banco de España
BOE	Boletín Oficial del Estado
BPI	Banco de Pagos Internacionales
CBE	Circular del Banco de España
CCAA	Comunidades Autónomas
CCLL	Corporaciones Locales
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros
CEM	Confederación Española de Mutualidades
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas
CNE	Contabilidad Nacional de España
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España
DEG	Derechos Especiales de Giro
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones
DGT	Dirección General de Tráfico
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera
EC	Entidades de crédito
EFC	Establecimientos financieros de crédito
EONIA	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (Euro Overnight Index Average)
EURIBOR	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro Interbank Offered Rate)
Eurostat	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas
EPA	Encuesta de población activa
FAAF	Fondo para la Adquisición de Activos Financieros
FFPP	Fondos de pensiones
FIAMM	Fondos de Inversión en activos del mercado monetario
FIM	Fondos de inversión mobiliaria
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del mercado monetario
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial
FROB	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria
IAPC	Índice armonizado de precios de consumo
ICO	Instituto de Crédito Oficial
IFM	Instituciones financieras monetarias
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado
IIC	Instituciones de inversión colectiva

INE	Instituto Nacional de Estadística
INEM	Servicio Público de Empleo Estatal
INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
IPC	Índice de precios de consumo
IPI	Índice de producción industrial
IPRI	Índice de precios industriales
IPSEBENE	Índice de precios de servicios y de bienes elaborados no energéticos
ISFLSH	Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares
IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
NEDD	Normas especiales de distribución de datos del FMI
OBS	Obra benéfico-social
OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
OIFM	Otras instituciones financieras monetarias
OM	Orden Ministerial
OOAA	Organismos Autónomos
OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
OSR	Otros sectores residentes
PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
PIB	Producto interior bruto
PIB pm	Producto interior bruto a precios de mercado
PNB	Producto nacional bruto
RD	Real Decreto
RM	Resto del mundo
SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
SEC	Sistema Europeo de Cuentas
SICAV	Sociedad de Inversión de Capital Variable
SIFMI	Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente
SME	Sistema Monetario Europeo
TAE	Tasa anual equivalente
TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria
UE 15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
UE 25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
UE 27	Países componentes de la Unión Europea desde 1.1.2007
VNA	Variación neta de activos
VNP	Variación neta de pasivos

## SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

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

## ABREVIATURAS Y SIGNOS

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

## ÍNDICE

Evolución reciente de la economía española	11
Resultados de las empresas no financieras. Segundo trimestre de 2011	29
La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2011, según la Encuesta de Población Activa	45
La reforma del marco fiscal en España: los límites constitucionales y la nueva regla de crecimiento del gasto público	57
Los efectos de las condiciones hipotecarias sobre el consumo de los hogares propietarios de vivienda: una estimación a partir de la EFF	77
El mercado español de deuda del Estado: desarrollos desde el inicio de la crisis	87
El proceso de ajuste económico después de crisis financieras: una perspectiva histórica	99
Los establecimientos de cambio y transferencia de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2010	117
Indicadores económicos	1*
Artículos y publicaciones del Banco de España	67*

## EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

**Evolución del sector real  
de la economía española**

De acuerdo con los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) publicados por el INE en el mes de agosto, el ritmo de avance intertrimestral del PIB de la economía española se moderó en el segundo trimestre de 2011 hasta el 0,2 %, tras el aumento del 0,4 % en el primero (cifra que revisa al alza en una décima la estimación inicial). Esta evolución de la actividad reflejó la notable desaceleración de la demanda nacional, que retrocedió un 0,4 %, tras haber crecido un 0,2 % en el primer trimestre. A su vez, ese comportamiento se debió a la fuerte caída del consumo público (que contrasta con el marcado avance del trimestre anterior), mientras que el gasto en consumo de los hogares repuntó hasta el 0,6 % y la inversión suavizó su tasa de descenso. La evolución desfavorable de la demanda interna se vio parcialmente compensada por el aumento en cuatro décimas de la contribución del saldo neto exterior al crecimiento del PIB, hasta 0,6 pp, que fue fruto de un descenso de las importaciones más acusado que el de las exportaciones. En términos interanuales, el PIB creció un 0,7 %, dos décimas menos que en el período enero-marzo. Por su parte, el ritmo interanual de destrucción de empleo se moderó cuatro décimas, hasta el 1 %, de modo que la productividad se desaceleró en 0,7 pp, hasta el 1,7 %.

Los datos disponibles relativos al tercer trimestre del año muestran, en líneas generales, la atonía de la actividad. En el caso del consumo privado, los índices de confianza de los consumidores y de los comerciantes minoristas elaborados por la Comisión Europea experimentaron en julio y agosto sendos retrocesos (véase gráfico 1). Por lo que respecta a los indicadores cuantitativos, el índice de comercio al por menor acentuó en julio su descenso interanual hasta el -5,6 %, con una caída intermensual, en términos de la serie corregida de estacionalidad, del 0,5 %. Por su parte, las matriculaciones de vehículos particulares en el conjunto de julio y agosto fueron similares a las del mismo período del año anterior, lo que contrasta con los fuertes ritmos de retroceso interanual —superiores al 30 %— observados entre mediados de 2010 y junio de 2011, como consecuencia de la desaparición de las ayudas directas a la adquisición de automóviles y del aumento del IVA en junio y julio del año pasado, respectivamente. Tanto en julio como en agosto, las matriculaciones presentaron tasas intermensuales positivas, en términos de la serie desestacionalizada, cercanas al 3 %.

En el caso de la inversión en equipo, los indicadores de clima industrial y de cartera de pedidos del sector productor de estos bienes, procedentes ambos de la Encuesta de Coyuntura Industrial, mostraron en el promedio de julio y agosto una ligera mejora con respecto al segundo trimestre. Asimismo, el índice de producción industrial de este tipo de bienes avanzó en julio tanto en términos interanuales como intermensuales. También las matriculaciones de vehículos de carga registraron una tasa interanual positiva en el conjunto de julio y agosto, lo que contrasta con los retrocesos observados desde el verano de 2010, aunque esta comparación está influida por la eliminación de las ayudas directas para la adquisición de este tipo de vehículos en junio del año pasado. En sentido contrario, el grado de utilización de la capacidad productiva en la industria de la encuesta trimestral de la Comisión Europea retrocedió en el tercer trimestre en 2,1 pp, hasta alcanzar un nivel del 72,6 %.

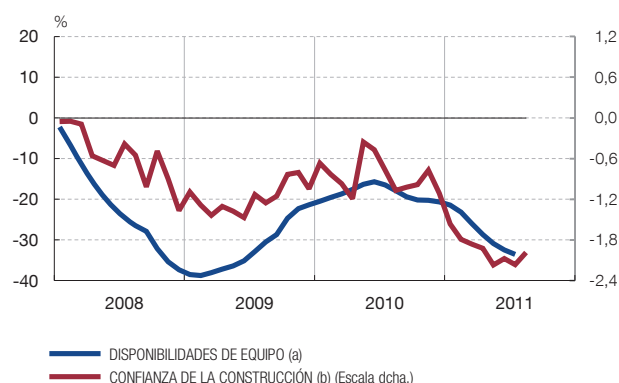
Los indicadores referidos a la construcción han seguido reflejando la trayectoria contractiva por la que atraviesa el sector. En términos de empleo, los afiliados a la Seguridad



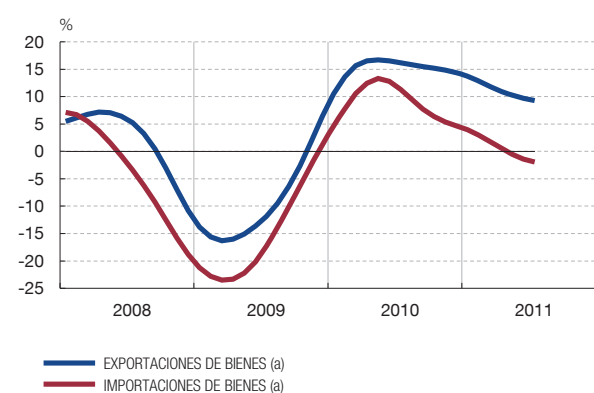
## INDICADORES DE CONSUMO



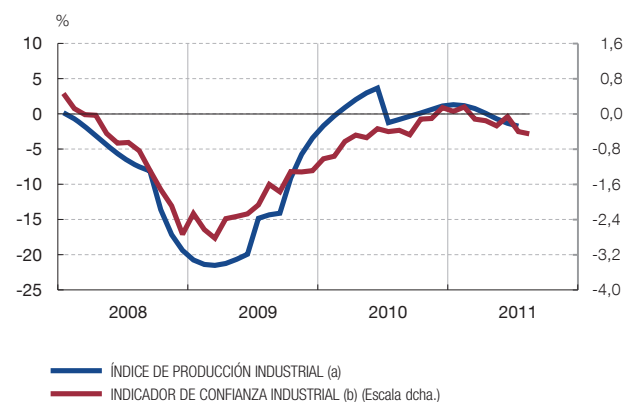
## INDICADORES DE INVERSIÓN



## INDICADORES DE COMERCIO EXTERIOR



## INDICADORES DE INDUSTRIA



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

a Tasas interanuales sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

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

Social de esta rama intensificaron su ritmo de descenso interanual, en el promedio de julio y agosto, en algo más de un punto respecto al segundo trimestre, hasta el  $-12,6\%$ . En cuanto a los indicadores de consumos intermedios, el índice de producción industrial de minerales no metálicos registró en julio una caída más intensa que la observada en junio. De igual modo, el consumo aparente de cemento mostró en el promedio de julio y agosto un descenso interanual superior al  $20\%$ , más acusado que el experimentado en el segundo trimestre. Por su parte, la confianza de los empresarios de la construcción continuó en los meses de julio y agosto en niveles muy reducidos, análogos a los observados en el primer semestre del año. Entre los indicadores adelantados, los últimos datos disponibles acerca de la superficie visada de obra nueva en viviendas y de edificación no residencial arrojaron nuevos retrocesos. En cambio, la última información disponible relativa a la licitación oficial de obra civil —correspondiente al mes de mayo— mostró una cierta mejora, que se debió exclusivamente a las obras licitadas por las empresas públicas del Grupo Fomento, mientras que las licitadas directamente por las AAPP continuaron su senda de fuertes caídas.

Según los últimos datos disponibles de Aduanas, relativos al mes de julio, las exportaciones reales de bienes aumentaron un  $8,8\%$  en términos interanuales, tasa similar a la observada en el segundo trimestre. Por grupos de productos, las exportaciones más dinámi-

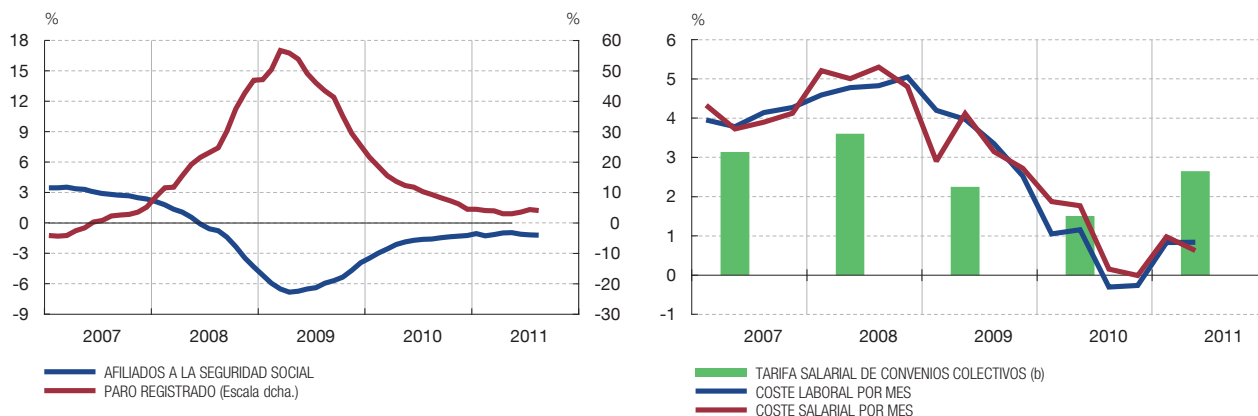
cas fueron las de bienes de equipo y las de bienes intermedios. Por destino geográfico, las ventas reales destinadas a la UE continuaron mostrando una menor expansión que las exportaciones extracomunitarias. Por su parte, las importaciones reales se contrajeron en julio un 10,3 %, descenso mucho más acusado que el del segundo trimestre (-0,7 %). Por grupo de productos, el retroceso fue generalizado, destacando la contracción de las compras de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. En términos nominales también se aprecia la brecha entre el crecimiento interanual de las exportaciones e importaciones en julio, pues las primeras aumentaron un 13,8 % y las compras al exterior descendieron un 1,9 %. El ajuste del déficit comercial continuó en julio, con un descenso del 62 % en tasa interanual, y donde destaca que el saldo comercial no energético obtuvo superávit. En el período enero-julio de 2011, el déficit comercial se redujo casi un 16 % interanual, y su saldo se explica casi en su totalidad por el déficit energético (que representa un 95 % del total).

La última información disponible referida al turismo receptor muestra una prolongación del elevado dinamismo del segundo trimestre en este sector. En julio y agosto, tanto las entradas de turistas como las pernoctaciones hoteleras de viajeros procedentes del extranjero continuaron creciendo notablemente, registrando tasas interanuales en el conjunto de esos dos meses del 8,3 % y del 13,1 %, respectivamente. En el conjunto de los ocho primeros meses del año, ambos indicadores acumulan aumentos significativos (un 7,8 % las entradas de turistas extranjeros y un 13,7 % el número de pernoctaciones). Finalmente, el gasto total (medido en términos nominales) realizado por los turistas no residentes en el mes de julio registró un incremento interanual del 9,6 %, debido, sobre todo, al aumento del número de turistas —superior al 7 %—, aunque también creció —en algo más de un 2 %— el gasto medio por turista.

De acuerdo con los datos más recientes de Balanza de Pagos, la necesidad de financiación acumulada hasta junio se situó en 23,6 mm de euros, un 9,4 % inferior a la registrada en el mismo período de 2010. Esta evolución favorable se observó en el déficit por cuenta corriente, que se redujo en un 11,3 %, gracias al recorte del saldo negativo de la balanza comercial y al aumento del superávit de la balanza de servicios. Por el contrario, los déficits de rentas y transferencias corrientes aumentaron en este período, mientras que el saldo positivo de la cuenta de capital se redujo en un 25 % en el primer semestre del año.

Los indicadores disponibles referidos a la actividad industrial en el tercer trimestre del año siguen mostrando la falta de vigor de esta rama. Así, los niveles de los indicadores cualitativos disminuyeron en los dos primeros meses del trimestre. En concreto, el índice de confianza de la industria manufacturera de la Comisión Europea se situó en agosto unos tres puntos por debajo del valor medio del segundo trimestre, y el PMI de manufacturas se redujo en el mismo mes, hasta alcanzar su nivel más bajo desde enero de 2010. En cuanto a los indicadores cuantitativos, el número de afiliados a la Seguridad Social siguió disminuyendo en julio y agosto a una tasa interanual similar a la del segundo trimestre (en torno al -2,4 %). El índice de producción industrial corregido de estacionalidad mantuvo en julio su ritmo de contracción interanual del mes previo, en torno al 2 %, si bien en términos intermensuales el indicador registró un ligero aumento, frente a los descensos de los dos meses anteriores.

En el caso de los servicios, los indicadores cualitativos disponibles también presentaron una evolución desfavorable en julio y agosto. El PMI de servicios retrocedió en esos meses hasta situarse en su valor más reducido desde diciembre de 2009, mientras que el indicador de confianza de la Comisión Europea retrocedió ligeramente. Apenas se observaron



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

a Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.

b Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta agosto de 2011.

variaciones en la trayectoria de los afiliados a la Seguridad Social en esta rama, que siguieron aumentando levemente, en torno al 0,3 % interanual, lo que supone un estancamiento en términos intermensuales. Finalmente, el indicador de actividad del sector servicios presentó un ligero incremento interanual en julio, del 0,1 % en términos reales y corregido de estacionalidad, frente a las tasas negativas mostradas de forma ininterrumpida desde julio de 2010, perfil influido por la subida del IVA a partir de esa fecha, aunque en términos intermensuales el índice retrocedió.

En el mercado de trabajo, la evolución de los afiliados a la Seguridad Social en julio y agosto, que disminuyeron a una tasa interanual del 1,2 %, muestra una pausa en la paulatina moderación observada en trimestres anteriores en el ritmo de destrucción de empleo (véase gráfico 2). Por su parte, la tasa de crecimiento interanual del número de parados inscritos en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) aumentó en el promedio de julio y agosto hasta el 4,1 %, frente al 3,3 % del segundo trimestre.

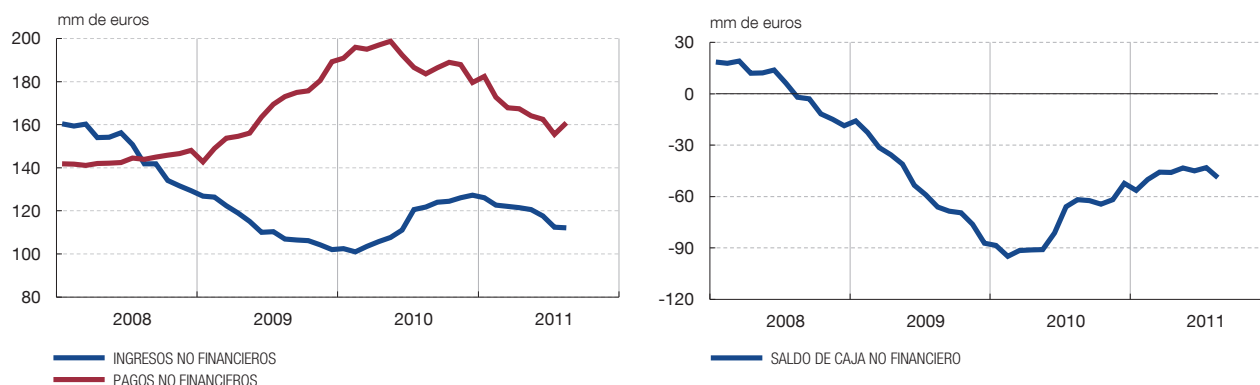
En términos de Contabilidad Nacional, el Estado registró un déficit de 31 mm de euros entre enero y agosto de 2011, lo que representa el 2,8 % del PIB anual previsto para el conjunto del año, frente al 3,3 % del PIB registrado en el mismo período de 2010. En términos de caja, el Estado acumuló hasta agosto un déficit no financiero de 33,7 mm de euros, lo que supone una cierta mejora con respecto al saldo negativo correspondiente al mismo período del año anterior (37,1 mm). En comparación con los datos acumulados hasta julio, los pagos ralentizaron su tasa de caída interanual hasta el 16,1 %, mientras que los ingresos mantuvieron su ritmo de descenso en el 19 % (véase gráfico 3).

## Precios y costes

El coste laboral medio por trabajador y mes aumentó un 0,8 % interanual en el segundo trimestre del año, tasa coincidente con la observada en el período enero-marzo. Por componentes, los costes salariales se desaceleraron como consecuencia de los menores pagos atrasados, en tanto que los costes no salariales mostraron un repunte. De acuerdo con la información salarial más reciente acerca de la evolución de la negociación colectiva, que incluye los convenios registrados hasta el 31 de agosto, el incremento medio de las tarifas salariales pactado para el año 2011 es del 2,65 %. Se observa una gran diferencia entre los convenios que son acuerdos revisados de carácter plurianual, para los que el incremento medio pactado para 2011 es del 2,8 % (que representan un 90 % del total de

## INGRESOS Y PAGOS LÍQUIDOS DEL ESTADO (a). SALDO DE CAJA Totales móviles de doce meses

GRÁFICO 3



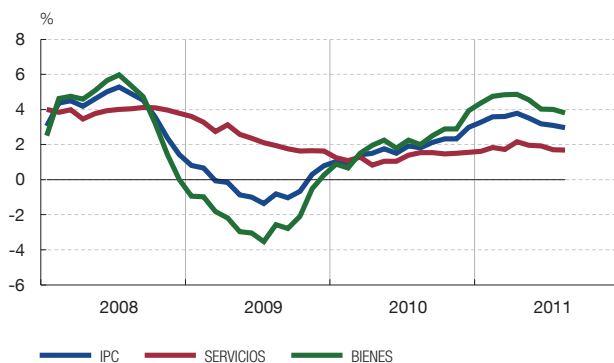
FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

a Último dato: agosto de 2011.

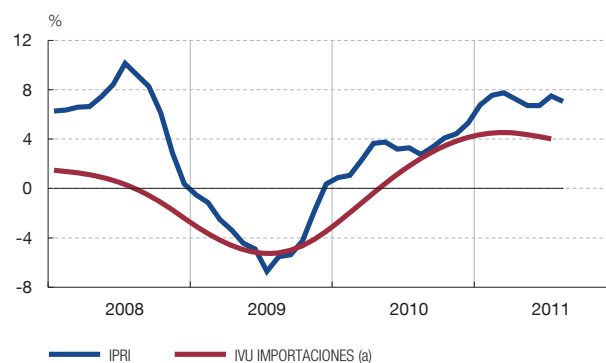
## ÍNDICES DE PRECIOS

GRÁFICO 4

### TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



### TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



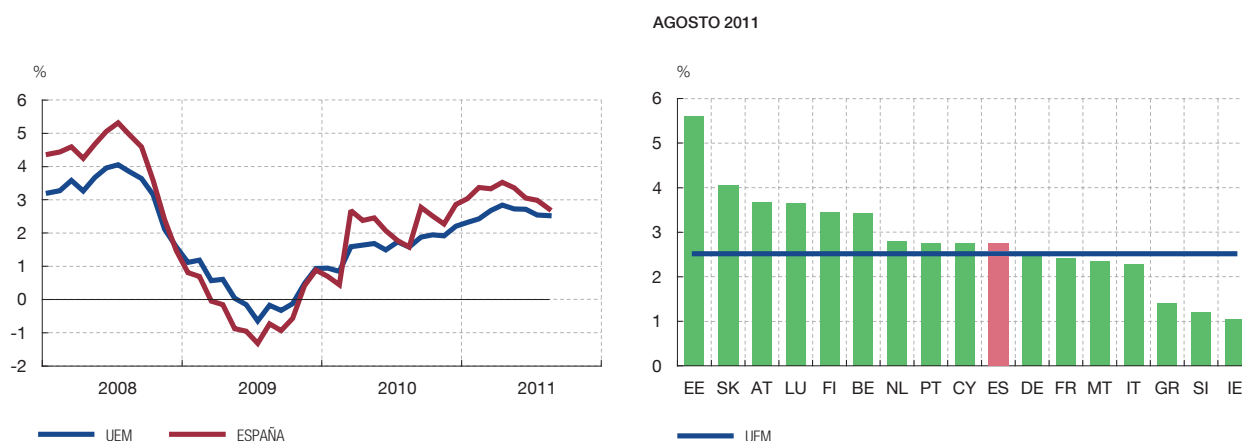
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Tasa de variación interanual de la tendencia.

los firmados hasta ahora), y los convenios de nueva firma (cuyo primer año de vigencia es 2011), para los que el aumento pactado es del 1,6 %.

En agosto, el IPC se desaceleró por cuarto mes consecutivo, hasta una tasa interanual del 3 %, una décima por debajo de la registrada en julio, mientras que, en términos intermensuales, el índice aumentó un 0,1 % (véase gráfico 4). La evolución interanual refleja la disminución del ritmo de crecimiento de los componentes alimenticio y energético en dos y siete décimas, respectivamente, hasta el 2,6 % y el 15,3 %, mientras que las tasas de crecimiento de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios se mantuvieron estables en el 0,4 % y el 1,7 %. La tasa interanual del IPSEBENE permaneció en el 1,6 % y la del IPC sin energía disminuyó una décima, hasta el 1,5 %. Por su parte, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) redujo en agosto su ritmo de variación interanual en tres décimas, hasta el 2,7 %. El diferencial de inflación frente al área del euro se redujo en esa misma cuantía, hasta 0,2 pp, ya que el IAPC de la eurozona permaneció en el 2,5 %.

En agosto, el índice general de precios industriales aumentó un 7,1 % interanual, cuatro décimas menos que el mes anterior. La desaceleración de los precios fue generalizada por



FUENTE: Eurostat.

componentes, excepto en el caso de los bienes de consumo duradero, cuyos precios repuntaron hasta el 1,7 % interanual. La tasa interanual del índice general sin energía disminuyó cuatro décimas, hasta el 3,9 %.

Por último, los precios de exportación, aproximados mediante los índices de valor unitario (IVU), se aceleraron ligeramente en julio, hasta situar su tasa interanual en el 4,6 %. También el ritmo de crecimiento interanual de los precios industriales de exportación elaborados por el INE repuntó en julio en 0,5 pp, hasta el 5,2 %, en contraste con la ralentización observada desde el comienzo del año. En la vertiente importadora, tanto los IVU como los precios industriales de importación repuntaron en julio, hasta tasas por encima del 9 % interanual, con un encarecimiento de la energía y del resto de bienes intermedios.

## Evolución económica y financiera en la UEM

En agosto y septiembre se registró un fuerte repunte de la aversión al riesgo, en un contexto de elevada incertidumbre, que se manifestó en caídas sustanciales en los precios de los activos en los mercados financieros internacionales, a excepción de los considerados como refugio (deuda pública de algunos países). Los factores subyacentes a este profundo deterioro han sido la profundización de la crisis de deuda soberana en Europa y el debilitamiento del crecimiento en un número cada vez mayor de economías, y en especial en Estados Unidos. Así, se han producido importantes pérdidas bursátiles, tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes, un incremento de la volatilidad bursátil, y movimientos hacia activos refugio como la deuda pública de Estados Unidos —lo que propició un descenso de su rentabilidad significativamente por debajo del 2 % para vencimientos a diez años— y apreciación de algunas monedas, como el yen y el franco suizo —que llevó a las autoridades de estos países a implementar intervenciones cambiarias puntuales y, en el segundo caso, a establecer un límite a la apreciación de la moneda (en el cruce de 1,20 francos suizos por euro)—. Asimismo, el dólar se apreció notablemente frente al euro y, en mayor o menor medida, frente a las divisas de numerosas economías emergentes. Por otro lado, en estas últimas se produjeron incrementos de los diferenciales soberanos y de las primas de riesgo de impago, a la par que se retiraron cuantiosos flujos externos en las bolsas, si bien las entradas en deuda se mantuvieron en terreno positivo, y algunos países lograron colocar emisiones en los mercados internacionales en buenas condiciones. En este contexto, tras las caídas a comienzos de agosto, los precios de las materias primas han experimentado un aumento de su volatilidad.

En el caso del petróleo, el precio del barril de Brent ha oscilado en el entorno de los 105-115 dólares.

En Estados Unidos, la estimación revisada del PIB del segundo trimestre mostró un crecimiento trimestral anualizado del 1 % (1,5 % interanual), revisado a la baja desde el 1,3 % de la estimación preliminar por la menor contribución de la demanda externa y la aportación negativa de la acumulación de existencias. Los indicadores más recientes presentan un panorama de debilidad, si bien algo más positivo por el lado de la oferta. Así, en agosto la producción industrial y la utilización de la capacidad productiva avanzaron nuevamente, y la confianza empresarial reflejó un crecimiento modesto, mientras que las ventas al por menor continuaron estancadas en agosto y la confianza del consumidor se mantuvo en septiembre en niveles históricamente reducidos. Asimismo, el mercado inmobiliario residencial continúa deprimido y los precios de la vivienda siguen descendiendo en términos interanuales. Finalmente, el mercado laboral ha mostrado un agudo debilitamiento en agosto, pues la creación neta de empleo fue nula, y la tasa de paro permaneció en el 9,1 %. Tanto la inflación general como la subyacente se aceleraron 0,2 pp en agosto, hasta situarse en el 3,8 % y el 2 %, respectivamente. En este contexto, la Reserva Federal ha confirmado el tono expansivo de su política, dejando el tipo de interés oficial en el rango del 0 % al 0,25 %, y ha concretado en agosto que se mantendrá en niveles muy reducidos hasta mediados de 2013. Además, en septiembre ha activado nuevas medidas, favoreciendo un sesgo en su balance hacia deuda a más largo plazo (operación *twist*) y anunciando la reinversión de los fondos procedentes de MBS en su poder en nuevos MBS para dar mayor apoyo al mercado hipotecario. En el plano fiscal, la Casa Blanca ha propuesto un nuevo plan de apoyo, por valor de 447 mm de dólares, que aún está pendiente de tramitación en las Cámaras.

En Japón, el PIB del segundo trimestre se revisó a la baja, intensificándose el ritmo de caída hasta el -0,5 % trimestral (-1,1 % interanual). No obstante, se viene observando una notable recuperación de la actividad desde mayo, más pronunciada en el sector manufacturero, apoyada en la normalización de las condiciones de oferta, muy afectadas tras el terremoto de marzo. Por el lado de la demanda, el consumo mantuvo un sólido repunte, si bien se ha visto beneficiado por un efecto de anticipación de compras. Por el contrario, los indicadores de confianza en agosto apuntan a un deterioro de la situación, afectada por la debilidad de la demanda exterior y la fortaleza del yen. La balanza comercial registró un saldo negativo en agosto, como resultado de la persistente fortaleza de las importaciones. Por su parte, la tasa de inflación aumentó seis décimas en julio, hasta el 0,2 %, debido a factores temporales, si bien el indicador subyacente se mantiene en terreno deflacionario. En este entorno, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el rango del 0 %-0,1 %, amplió en 5 billones de yenes tanto el programa de compra de activos como la facilidad de crédito con colateral, e intervino en los mercados cambiarios para frenar la apreciación del yen.

En el Reino Unido el PIB creció un 0,2 % intertrimestral (0,7 % anual) en el segundo trimestre de 2011, según la estimación revisada, tres décimas menos que en el primero. Los datos recientes apuntan a una intensificación de esta tendencia. La producción industrial de julio y los índices PMI hasta agosto muestran un deterioro generalizado, en especial en el sector de manufacturas, reflejo de la menor demanda interna y externa. Las ventas minoristas indican una caída del consumo de los hogares, en línea con el reducido nivel de confianza y la pérdida de poder adquisitivo. En el mercado inmobiliario, los precios de la vivienda siguen ajustándose a la baja. En el mercado laboral se produjo una caída del empleo en el trimestre hasta agosto, propiciada por el ajuste del sector público, y la tasa

de paro aumentó tres décimas, hasta el 7,9 %; mientras, los salarios crecieron moderadamente. La inflación ha continuado su escalada, tras la pausa de junio, aumentando otra décima en agosto, hasta el 4,5 %, aunque la tasa subyacente permaneció en el 3,1 %. El Banco de Inglaterra mantuvo el tono de su política en septiembre, dejando inalterados tanto el tipo de interés oficial (0,5 %) como su programa de compra de activos.

En el conjunto de los nuevos Estados miembros de la Unión Europea no pertenecientes al área del euro, el PIB del segundo trimestre creció un 3,1 % interanual, inferior al 3,5 % del primero, en un contexto en el que el crecimiento continúa impulsado por la demanda externa —salvo en Polonia, donde la demanda interna sigue siendo robusta—. Por países, destaca el notable avance de Letonia (5,6 % interanual), la consolidación de la recuperación en Polonia (4,3 %) y la expansión de Lituania (6,3 %, aunque el crecimiento trimestral fue reducido), mientras que en el resto de economías la actividad se incrementó entre un 1,4 % y un 2,2 %. Para el tercer trimestre se espera una moderación del crecimiento, debido tanto al menor dinamismo de las exportaciones como a la atonía de la demanda interna. A pesar del entorno de mayor debilidad, la inflación agregada repuntó 0,2 pp en agosto, hasta el 3,7 % interanual, a consecuencia del aumento de los precios del combustible. Sin embargo, dada la mayor incertidumbre sobre el crecimiento económico, los tipos de interés oficiales se han mantenido inalterados en todos los países.

En China, el ritmo de expansión de la actividad económica continúa moderándose, aunque sigue en niveles relativamente altos. Así, tanto la producción industrial como la inversión en activos fijos se desaceleraron ligeramente en agosto, mientras que las ventas minoristas mostraron un mejor comportamiento. El menor dinamismo vendría explicado por el tensionamiento de la política monetaria y el anticipo de una mayor atonía en la demanda externa. Sin embargo, en agosto tanto las exportaciones como las importaciones han tenido un comportamiento más dinámico de lo esperado, aumentando su ritmo de crecimiento. Por otro lado, la inflación comenzó a moderarse en agosto, situándose en el 6,2 % interanual, si bien se espera que el ajuste sea muy gradual. En el resto de Asia emergente, el PIB de la región (excluida China) creció un 5,8 % interanual en el segundo trimestre, por debajo del 6,4 % alcanzado en el anterior, moderándose en la mayoría de los principales países, tendencia que habría continuado en julio, según señalan los datos de producción industrial. Por su parte, el encarecimiento de los alimentos propició que la inflación interanual alcanzase en agosto máximos del año en curso en numerosas economías de la región. Con todo, en dicho mes se observó un parón en el ciclo de subidas de tipos en la región —salvo en Tailandia, donde se elevaron 25 pb, hasta el 3,5 %—, ante los temores de desaceleración en las economías avanzadas.

En América Latina, el crecimiento del PIB se desaceleró en el segundo trimestre de 2011, hasta el 1,1 % intertrimestral, frente al 1,4 % registrado en el trimestre precedente. De esta manera, el crecimiento interanual del PIB se desaceleró hasta el 4,3 %, desde el 5,5 % anterior, con todos los países registrando un menor crecimiento —salvo Colombia—, como resultado principalmente del menor dinamismo de la demanda interna. Por su parte, la inflación en el conjunto de la región se situó en el 7 % en agosto, cuatro décimas superior a la registrada en junio, especialmente por el aumento registrado en Brasil (cinco décimas), dada su ponderación en la inflación de la región. A pesar de ese repunte, el banco central de Brasil redujo 50 pb el tipo de interés oficial, justificando su decisión porque la mayor incertidumbre del entorno internacional contribuirá a intensificar la desaceleración de la economía. Los restantes bancos centrales de la región mantuvieron los tipos de interés oficiales, si bien Chile, México y Perú abrieron la puerta a posibles reducciones en el futuro, las cuales son descontadas por los mercados financieros. En los mercados de



cambios destacan las ventas en dólares realizadas por el banco central de Argentina y, más recientemente, las realizadas en Brasil a raíz de la fuerte depreciación del real. Por otra parte, la agencia de calificación Standard & Poor's elevó el *rating* de la deuda soberana de Perú en un escalón, mientras que lo redujo en el caso de Venezuela.

En el área del euro, la segunda estimación de la Contabilidad Nacional confirmó que el PIB aumentó el 0,2 % en el segundo trimestre de 2011, seis décimas menos que en el período enero-marzo. La notable desaceleración de la actividad fue consecuencia del retroceso experimentado por el consumo privado y público, así como de la ralentización de la formación bruta de capital fijo, de modo que la contribución de la demanda interna sin existencias a la variación del producto alcanzó los -0,1 pp. Por el contrario, la demanda exterior neta aportó tres décimas al crecimiento del PIB, debido al incremento más elevado de las exportaciones que de las importaciones, si bien ambos agregados mostraron una expansión más reducida que en el trimestre previo, y la variación de existencias contribuyó una décima. En términos interanuales, el PIB experimentó un incremento del 1,6 %, ocho décimas por debajo del alcanzado en el primer trimestre. Por países, la desaceleración de la actividad fue especialmente intensa en Alemania y Francia, con una fuerte caída del consumo privado, mientras que el mayor crecimiento de Italia se basó, en gran parte, en el retroceso registrado por las importaciones.

Por su parte, el empleo mostró una evolución favorable en el segundo trimestre, con un incremento del 0,3 %, si bien en términos interanuales el crecimiento continúa siendo muy reducido, del 0,4 %. Al mismo tiempo, la tasa de paro permaneció en el 10 % en julio por tercer mes consecutivo.

La información disponible para el tercer trimestre del año muestra un fuerte deterioro de los indicadores de carácter cualitativo. La información cuantitativa disponible es todavía limitada, pero no muestra un retroceso comparable. Entre los indicadores por el lado de la oferta, la producción industrial creció en julio un 1 % intermensual (frente al -0,8 % del mes previo), mientras que los pedidos industriales cayeron un 2,1 %. La confianza empresarial registró retrocesos significativos en julio y agosto, en los servicios y en la industria, tanto en la encuesta de la Comisión Europea como en la realizada a los gestores de compras. Cabe destacar que el índice PMI de gestores de compras de manufacturas y servicios alcanzó en septiembre niveles inferiores a 50, compatibles con una contracción de la actividad. En la vertiente de la demanda, las ventas al por menor en julio y las matriculaciones en agosto mostraron incrementos intermensuales (véase cuadro 1), si bien la confianza de los consumidores cayó en el tercer trimestre. En cuanto a la inversión, la valoración de la cartera de pedidos registró un fuerte retroceso en julio y agosto, y el grado de utilización de la capacidad productiva descendió en el tercer trimestre, tras haber alcanzado en el segundo su valor máximo durante la etapa de recuperación. Finalmente, las exportaciones nominales aumentaron en julio, mientras que se observó un deterioro de la valoración de la cartera de pedidos exteriores en agosto y de las expectativas de exportación en el tercer trimestre. La Comisión Europea ha reflejado este empeoramiento de los indicadores en la actualización que realizó a mediados de septiembre de sus previsiones de primavera, en las que revisó a la baja sus estimaciones de crecimiento para el tercer y el cuarto trimestres del año, hasta el 0,2 % y el 0,1 %, respectivamente, frente al incremento del 0,4 % en ambos trimestres que anticipaba en primavera.

La inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, se mantuvo en agosto en el 2,5 %. Por componentes, se registró una elevada estabilidad, con una ligera ralentización de los precios de los servicios y los alimentos no elaborados y una leve



		2011					
		Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep (b)
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial	5,2	4,3	2,6	4,2		
	Comercio al por menor	1,1	-1,9	-0,8	-0,2		
	Matriculaciones de turismos nuevos	-0,2	-1,1	-3,8	2,2	6,1	
	Indicador de confianza de los consumidores	-12,0	-10,0	-10,0	-11,0	-17,0	-19,0
	Indicador de confianza industrial CE	6,0	4,0	4,0	1,0	-3,0	
	PMI de manufacturas	58,0	54,6	52,0	50,4	49,0	48,4
	PMI de servicios	56,7	56,0	53,7	51,6	51,5	49,1
	IAPC	2,8	2,7	2,7	2,5	2,5	
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS	M3	1,9	2,3	1,9	2,0		
	M1	1,6	1,2	1,2	0,9		
	Crédito a los sectores residentes	3,3	3,2	2,7	2,5		
	AAPP	7,4	5,7	4,7	4,9		
	Otros sectores residentes	2,3	2,6	2,2	1,9		
	<i>De los cuales:</i>						
	Préstamos a hogares	3,4	3,4	3,2	3,0		
	Préstamos a sociedades no financieras	1,0	1,0	1,5	1,6		
	EONIA	0,97	1,03	1,12	1,01	0,91	0,96
	EURIBOR a tres meses	1,32	1,43	1,49	1,60	1,55	1,53
	EURIBOR a un año	2,09	2,15	2,14	2,18	2,10	2,07
	Rendimiento bonos a diez años	4,66	4,37	4,37	4,59	4,21	4,03
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-1,18	-1,17	-1,37	-1,57	-1,89	-2,01
	Tipo de cambio dólar/euro	1,444	1,435	1,439	1,426	1,434	1,383
	Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (c)	7,8	2,5	2,0	-4,4	-17,6	-27,5

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

a Tasa de variación interanual, excepto indicadores de confianza (niveles), tipos de interés y de cambio (media mensual), y bolsa.

b Datos hasta el día 23 de septiembre de 2011.

c Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes.

aceleración de los correspondientes a los alimentos elaborados. De esta manera, la inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, permaneció en el 1,5 %. Por su parte, los precios industriales se aceleraron dos décimas en julio, hasta el 6,1 %, por el mayor dinamismo del componente de los bienes energéticos.

El Consejo de Gobierno del BCE decidió, en su reunión del 8 de septiembre, mantener inalterados los tipos de interés oficiales en el 1,5 % para las operaciones principales de financiación, y en el 0,75 % y el 2,25 % para las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente. Además, presentó el ejercicio de proyección de septiembre del Euro-sistema, que contempla un incremento del PIB de entre el 1,4 % y el 1,8 % en 2011, y de entre el 0,4 % y el 2,2 % en 2012, lo que supone una revisión a la baja de las previsiones para ambos años, debido al empeoramiento de las perspectivas acerca de la demanda externa e interna, esta última afectada negativamente por el incremento de la incertidumbre, la caída de la confianza y el endurecimiento de las condiciones de financiación. En cuanto a la inflación, el ejercicio prevé una tasa de entre el 2,5 % y el 2,7 % para 2011, y de entre el 1,2 % y el 2,2 % para 2012, lo que supone, en comparación con el ejercicio de junio, el mantenimiento de las proyecciones para el primer año y un ligero estrechamiento del rango previsto para el segundo. Sobre esta base, el Consejo de Gobierno sostuvo que los riesgos para la estabilidad de los precios están equilibrados, mientras que los

referidos al crecimiento económico se hallan sesgados a la baja, tras varios ejercicios en los que los valoraba como neutrales. Este sesgo negativo es reflejo, fundamentalmente, del posible efecto adverso sobre la actividad de las persistentes tensiones en los mercados financieros.

En los mercados de deuda pública se produjo una agudización generalizada de las tensiones durante los meses de verano, que propició un aumento de la demanda de activos percibidos como más seguros, de modo que las rentabilidades de la deuda del bono a diez años de Alemania y Estados Unidos alcanzaron en septiembre mínimos históricos, del 1,7 % en ambos casos. Los rendimientos de la deuda pública de los países con programa de asistencia financiera mostraron una evolución heterogénea, con un incremento sustancial en Grecia, hasta alcanzar valores máximos, que no son ajenos al recurrente debate sobre un eventual proceso de reestructuración de su deuda. Por el contrario, la positiva valoración realizada por el FMI y las autoridades económicas europeas del cumplimiento de los programas en Irlanda y Portugal se ha reflejado en un significativo descenso de los tipos de la deuda en el primer caso y en una estabilización en el segundo. Por último, en Italia y España el diferencial frente al bono germano siguió mostrando una elevada volatilidad, con una tendencia a la baja hasta mediados de agosto, que obedeció principalmente a la reactivación del Programa del Mercado de Valores del BCE, con unas compras acumuladas desde esa fecha por importe de 80 mm de euros, y al anuncio y a la adopción de nuevas medidas de ajuste en estos dos países. En particular, en Italia se anunció un ambicioso programa de ajuste fiscal, así como la introducción de una reforma constitucional para limitar el gasto público, reforma que, en el caso de España, fue aprobada a principios de septiembre. Sin embargo, las posteriores modificaciones del plan de ajuste fiscal italiano y las tensiones derivadas de los problemas de Grecia han llevado a nuevos repuntes del diferencial en el período más reciente.

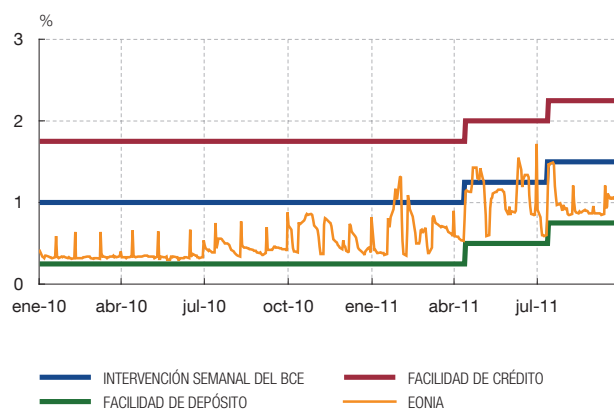
La inestabilidad de los mercados de deuda soberana se ha trasladado al mercado interbancario, con un incremento muy pronunciado de las primas de riesgo. El descenso de los tipos de interés de las operaciones con garantía —*eurepos*—, que alcanza los 0,8 pp desde finales de julio para el plazo de un año, no ha venido acompañado de una reducción comparable de las rentabilidades de los depósitos, que ha sido de alrededor de 0,1 pp en todos los plazos desde el inicio de agosto, hasta niveles del 1,35 % en el caso del EURIBOR a un mes y del 2,06 % para las operaciones a un año (véase gráfico 6). Por otra parte, los préstamos concedidos a las empresas no financieras prolongaron su tendencia levemente ascendente y crecieron en julio un 1,6 % interanual, mientras que los préstamos a los hogares redujeron su ritmo de expansión en dos décimas, hasta el 3 %.

En relación con las cotizaciones bursátiles, las tensiones de los mercados de deuda soberana y las dudas sobre la continuidad de la recuperación económica mundial se reflejaron en un elevado incremento de la volatilidad y en fuertes retrocesos de los índices de renta variable europeos, de forma que el EUROSTOXX 50 se sitúa un 24,1 % por debajo de los niveles de finales de julio. En los mercados de divisas, el tipo de cambio del euro frente al dólar, tras mostrar una elevada variabilidad en agosto, registró una intensa depreciación en septiembre, hasta situarse en torno a los 1,34 \$/€ a la fecha de cierre de este Boletín, un 5,8 % por debajo del nivel de finales de julio (véase gráfico 7). Durante ese mismo período, el euro experimentó una desvalorización, en términos efectivos nominales, del 1,1 %. Por último, en julio el agregado monetario amplio M3 registró una tasa de crecimiento interanual del 2 %, lo que representa un incremento de una décima respecto al mes anterior.

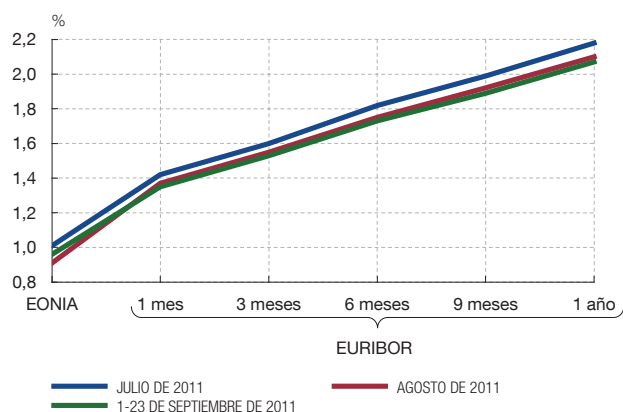
## TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 6

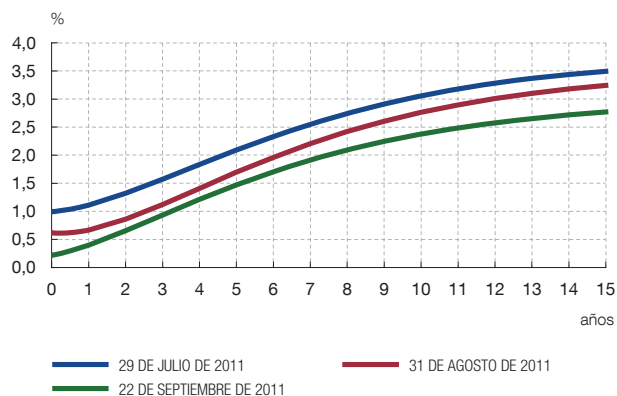
### TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



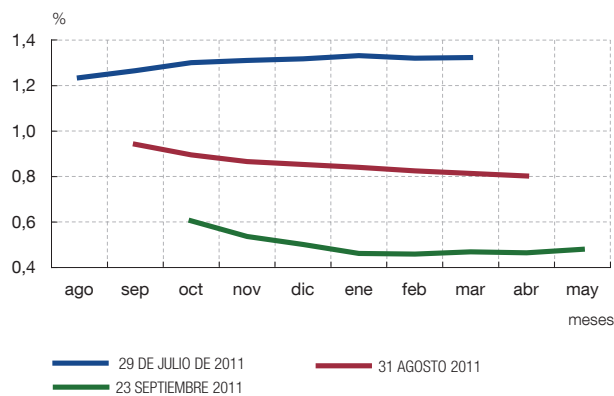
### MERCADO INTERBANCARIO (media mensual)



### CURVA CUPÓN CERO (a)



### TIPO EONIA ESPERADO

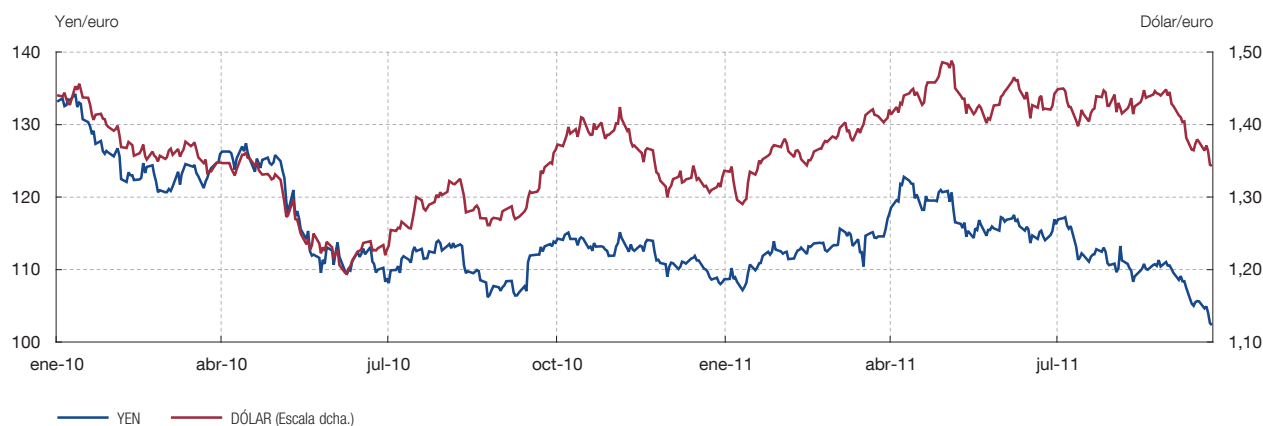


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Estimación con datos del mercado de swaps.

## TIPOS DE CAMBIO DEL EURO FRENTE AL DÓLAR Y AL YEN

GRÁFICO 7



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

	2008	2009	2010					
	Dic	Dic	Dic	May	Jun	Jul	Ago	Sep (a)
<b>TIPOS BANCARIOS (b)</b>								
<b>HOGARES E ISFLSH</b>								
Crédito para adquisición de vivienda	5,83	2,62	2,66	3,46	3,53	3,58	...	...
Crédito para consumo y otros fines	8,83	6,96	6,35	7,13	6,64	7,10	...	...
Depósitos	2,79	1,39	1,70	1,79	1,81	1,72	...	...
<b>SOCIEDADES NO FINANCIERAS</b>								
Crédito (c)	4,87	2,95	3,24	3,80	3,65	3,96	...	...
<b>MERCADOS FINANCIEROS (d)</b>								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,18	0,80	3,05	2,24	2,26	2,59	2,94	2,84
Deuda pública a cinco años	3,46	2,73	4,64	4,57	4,70	5,07	4,52	4,45
Deuda pública a diez años	3,86	3,80	5,37	5,32	5,48	5,82	5,25	5,23
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,81	0,62	2,47	2,21	2,52	3,06	3,02	3,41
Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	2,87	0,72	1,70	1,29	1,53	1,85	2,18	2,70
IBEX 35 (f)	-39,43	29,84	-17,43	6,26	5,08	-2,32	-11,57	-18,89

FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Media de datos diarios hasta el 23 de septiembre de 2011.

b En junio de 2010 se modificaron los requerimientos estadísticos relativos a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a su clientela, lo que puede ocasionar rupturas en las series. En particular, ha sido especialmente significativo el cambio en el tipo de interés del crédito para consumo y otros fines, como consecuencia de que a partir de dicho mes no incorpora las operaciones realizadas con tarjetas de crédito. TAE para créditos (incluye comisiones y otros gastos) y TEDR para depósitos.

c 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.

d Medias mensuales.

e Primas medias ponderadas por el volumen total de activos en diciembre de 2009.

f Variación porcentual acumulada del índice a lo largo del año.

## Evolución financiera en España

Durante agosto y la parte transcurrida de septiembre, y en línea con lo que ha ocurrido en otros mercados financieros internacionales, se han registrado caídas en los índices bursátiles nacionales, aumentos en las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos por el sector privado y una elevada volatilidad del diferencial de rentabilidad frente a la referencia alemana de la deuda pública a largo plazo. Por su parte, la información más reciente sobre los pasivos de los agentes no financieros, que corresponde a julio, sigue mostrando un moderado descenso del saldo de financiación de las empresas y las familias, y un elevado dinamismo de los fondos captados por las AAPP, que fue, no obstante, algo menor que el de junio. Estos desarrollos han venido acompañados de una ralentización de los activos líquidos mantenidos por el sector privado. Los datos provisionales referidos a agosto no muestran cambios significativos en la tasa de avance interanual de estos últimos, al tiempo que apuntan a una prolongación de las principales tendencias de los meses precedentes en la evolución del crédito obtenido por los hogares y las sociedades.

La rentabilidad de la deuda pública a diez años, que había alcanzado valores alrededor del 6,3 % a principios de agosto, se redujo durante los días posteriores hasta unos registros en el entorno del 5 %, tras la reactivación del Programa del Mercado de Valores del BCE y el anuncio de medidas de política económica por parte del Gobierno español, manteniéndose en ese nivel hasta finales de dicho mes. Posteriormente, se ha observado un cierto repunte, hasta el 5,3 %. El diferencial con la referencia alemana al mismo plazo ha mostrado una notable variabilidad durante este período, situándose, en la fecha de cierre de este artículo, alrededor de los 360 pb. En promedio de los días transcurridos de septiembre,

**FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, A LOS HOGARES E ISFLSH  
Y A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS**  
Crecimiento interanual (T1,12) (a)

CUADRO 3

	2011	2009	2010	2011		
	Jul (b)	Dic	Dic	May	Jun	Jul
FINANCIACIÓN TOTAL	2.866,5	4,1	3,3	2,9	2,6	2,3
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.169,9	-0,8	0,6	-0,7	-1,2	-1,3
Hogares e ISFLSH	882,4	-0,3	0,2	-1,1	-2,0	-1,7
De la cual:						
Crédito para adquisición de vivienda (c)	671,3	0,2	0,7	-0,3	-1,1	-1,1
Crédito para consumo y otros fines (c)	207,7	-1,9	-1,3	-3,7	-4,8	-3,7
Sociedades no financieras	1.287,4	-1,2	0,9	-0,4	-0,7	-0,9
De la cual:						
Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	868,6	-3,5	-1,0	-2,3	-2,7	-2,9
Valores de renta fija (d)	67,2	36,2	14,6	5,7	5,3	7,3
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	696,6	29,4	13,8	16,1	16,5	15,4
Valores a corto plazo	89,7	62,7	1,3	5,1	8,9	7,6
Valores a largo plazo	486,7	27,5	15,7	18,5	18,2	17,2
Créditos y resto	120,2	14,6	17,8	15,0	15,7	14,7

FUENTE: Banco de España.

- a La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.  
b Saldo en miles de millones de euros.  
c Incluye los créditos titulizados.  
d Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.  
e Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

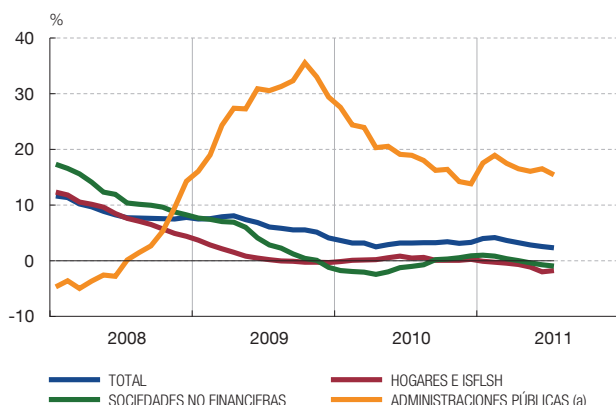
este indicador se ha elevado en 35 pb con respecto a la media de julio (véase cuadro 2). Por su parte, las primas de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas han tendido a aumentar a lo largo del mismo período, incrementándose en promedio 85 pb entre esas dos fechas, hasta los 270 pb.

Durante agosto y la parte transcurrida de septiembre, han descendido las cotizaciones bursátiles de los valores españoles, en un contexto de elevada volatilidad. De este modo, en la fecha de cierre de este artículo, el IBEX 35 se situaba un 17 % por debajo del nivel de finales de julio, un retroceso inferior al registrado durante el mismo período por el EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM (24,1 %), pero superior al del S&P 500 de las de Estados Unidos (12,1 %). Como resultado de ello, la caída acumulada desde finales de 2010 por el índice español se elevó hasta el 18,9 %, mientras que la referencia del área del euro y la estadounidense decrecieron en un 27,5 % y un 9,6 %, respectivamente.

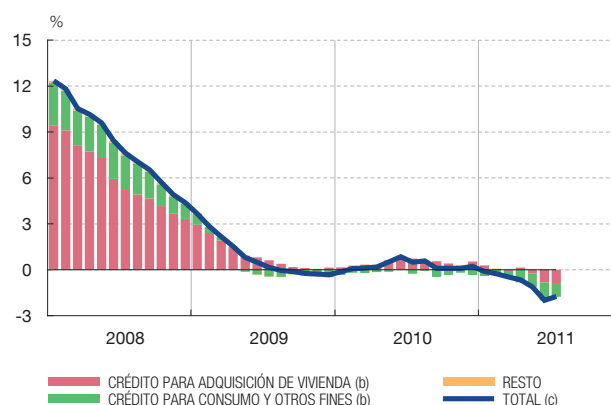
Los tipos de interés aplicados por las entidades a las nuevas operaciones crediticias volvieron a aumentar en julio. En la financiación para la adquisición de vivienda el ascenso fue de apenas 5 pb (hasta alcanzar el 3,58 %), mientras que en los préstamos a las familias para consumo y otros fines y en los fondos destinados a las empresas el incremento fue de 46 pb y de 31 pb, respectivamente, hasta situarse en el 7,10 % y el 3,96 %. Por el contrario, la remuneración de los depósitos de los hogares se redujo en 9 pb, hasta el 1,72 %.

Durante julio, la financiación recibida por el conjunto de los sectores residentes se desaceleró de nuevo (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Por sectores, esta evolución fue el resultado del menor dinamismo de la financiación de las Administraciones Públicas, del ligero aumento en la tasa de contracción de la deuda de las sociedades (del 0,7 % al 0,9 %) y de cierta moderación en el ritmo de descenso de los pasivos de los hogares (del 2 % al 1,7 %).

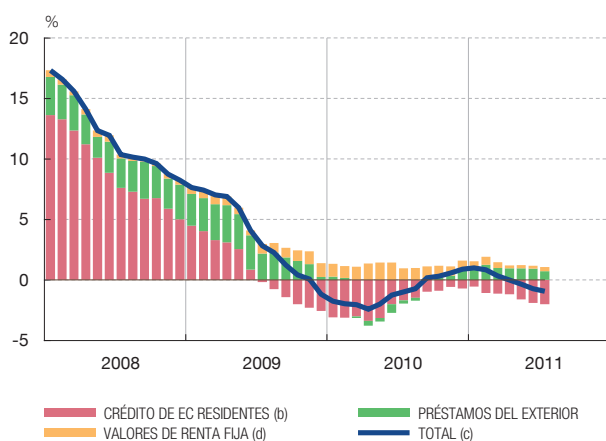
CRECIMIENTO INTERANUAL



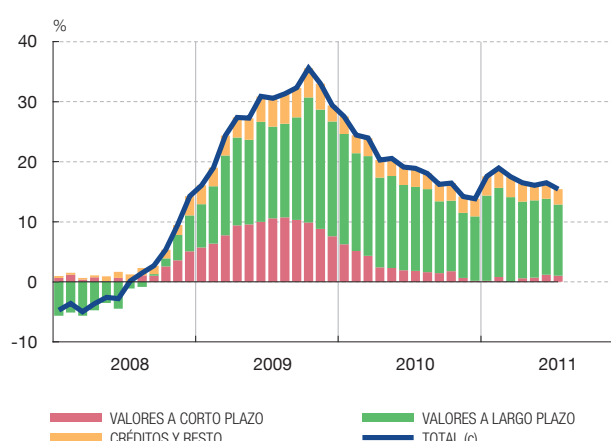
FINANCIACIÓN A HOGARES E ISFLSH. CONTRIBUCIONES



FINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. CONTRIBUCIONES



FINANCIACIÓN A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (a). CONTRIBUCIONES

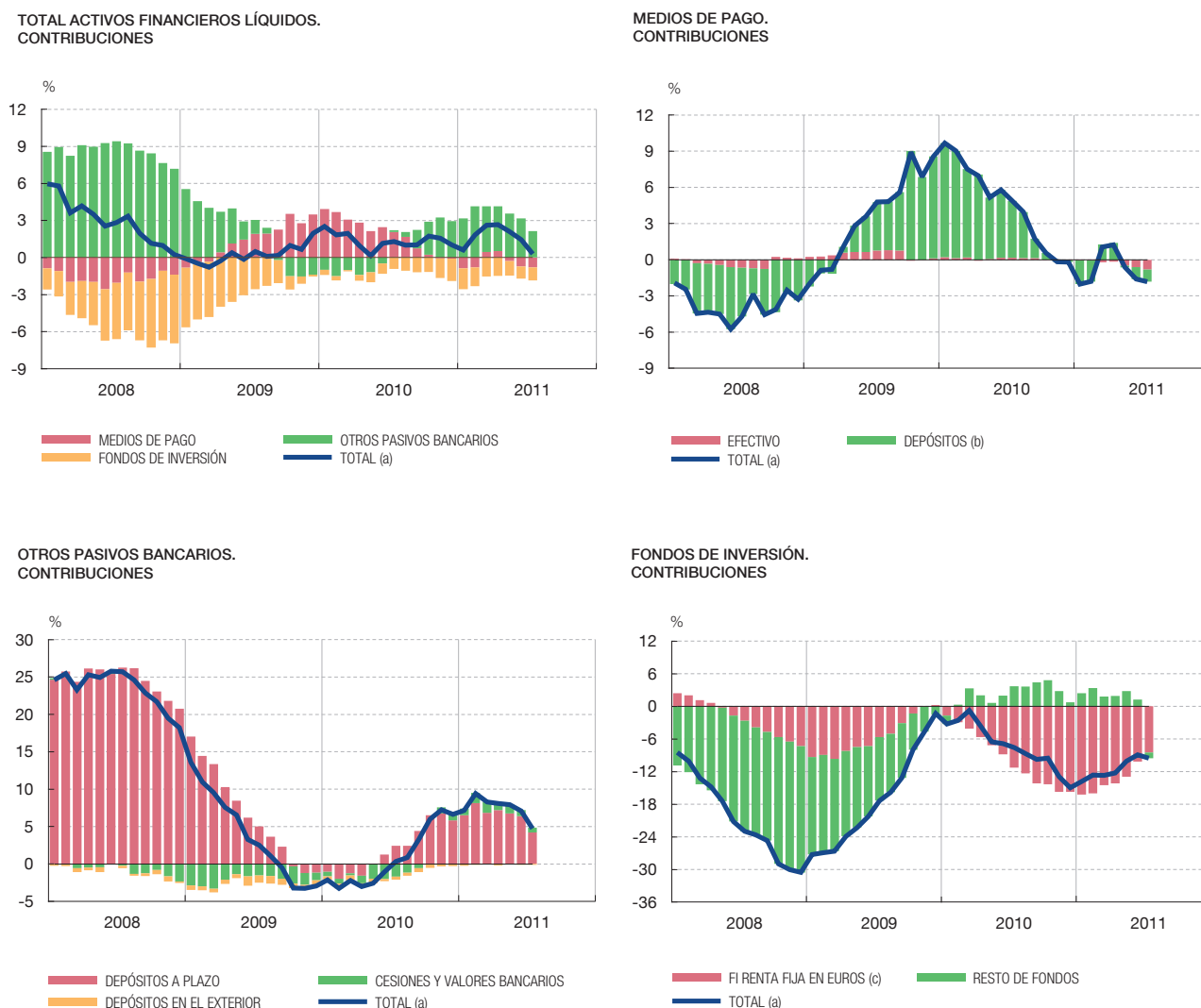


FUENTE: Banco de España.

- a Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.  
 b Incluye los créditos titulizados.  
 c Crecimiento interanual.  
 d Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras.

La desagregación por finalidades muestra que en julio el ritmo de contracción interanual de los créditos a los hogares para la adquisición de vivienda se mantuvo en el nivel del mes precedente (1,1 %), mientras que el de los préstamos destinados a consumo y otros fines se redujo hasta el 3,7 %, frente al 4,8 % de junio. En el caso de las sociedades, la tasa de caída de los fondos prestados por las entidades residentes volvió a elevarse, hasta alcanzar el 2,9 %. En contraposición, los recursos captados a través de los mercados de valores de renta fija mostraron un mayor dinamismo, aumentando, en términos interanuales, un 7,3 %, 2 pp más que en junio. La información provisional correspondiente a agosto muestra que en dicho período se habría incrementado algo el ritmo de descenso interanual del crédito a las sociedades y del otorgado a los hogares para financiar consumo, mientras que el del destinado a la adquisición de vivienda apenas habría variado.

En julio, la tasa de variación interanual de la financiación de las Administraciones Públicas descendió hasta el 15,4 %, 1,1 pp por debajo del registro de junio. Por instrumentos, esta evolución resultó del menor ritmo de expansión tanto de las emisiones de valores a corto y a largo plazo,



FUENTE: Banco de España.

a Crecimiento interanual.

b Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses.

c La serie incluye las categorías Fondos monetarios y FIM de renta fija en euros.

que se situó en el 7,6 % y el 17,2 %, respectivamente, como del resto de pasivos (crédito, fundamentalmente), que crecieron un 14,7 %, 1 pp menos que en el mes precedente.

Los activos financieros más líquidos de las carteras de las familias y las empresas no financieras volvieron a desacelerarse en julio (véase gráfico 9). Esta evolución fue el resultado del menor dinamismo registrado por todos sus componentes, y en especial de los depósitos a plazo, cuya tasa de crecimiento interanual se redujo hasta el 4,6 % (2,4 pp menos que en junio). La información provisional referida a agosto apunta a un mantenimiento del ritmo de expansión de los activos más líquidos en torno a la cifra del mes anterior, como consecuencia de una cierta aceleración de la caída de los medios de pago, que habría sido prácticamente compensada por la moderación en la contracción de los fondos de inversión de renta fija en euros, ya que el ritmo de avance de los depósitos a plazo apenas habría variado.

23.9.2011.





Este artículo ha sido elaborado por Álvaro Menéndez y María Méndez, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Rasgos básicos<sup>1</sup>

La información recopilada por la Central de Balances hasta el segundo trimestre de 2011 evidencia una contracción del 0,7 % del valor añadido bruto (VAB) de la muestra de empresas colaboradoras durante el primer semestre en relación con la primera mitad del ejercicio precedente, intensificándose así la desaceleración que ya se había observado durante los tres primeros meses del año. No obstante, hay que tener en cuenta que esta tasa interanual está en parte afectada por el efecto asociado a la anticipación de las decisiones de gasto de los consumidores al segundo trimestre de 2010, ante el anuncio de que el IVA subiría el 1 de julio de ese año, y que se tradujo en un incremento atípico de la actividad durante dicho período.

Los gastos de personal crecieron un 0,3 %, frente a la disminución de casi un punto porcentual registrada en el primer semestre de 2010. La evolución de estos gastos fue consecuencia de una caída del empleo del 1 %, que se vio compensada por un incremento del 1,3 % en las remuneraciones medias. El descenso de los ocupados es, sin embargo, menor que el observado un año antes, cuando se redujo un 2,1 %. Por tipo de contrato, continuó siendo el de carácter temporal el que absorbió el impacto de las reducciones de plantillas, experimentando un recorte del 8,7 %, en tanto que el fijo apenas varió. Por su parte, el ascenso de las remuneraciones medias fue muy similar al del mismo período del año anterior (1,2 %).

El resultado económico bruto (REB) se redujo un 1,6 %, frente a una tasa de variación del 13,1 % en el mismo período del ejercicio anterior. Por su parte, aumentaron tanto los gastos financieros (6,6 %) como, sobre todo, los ingresos de esta naturaleza (23,4 %), por el impacto que sobre ellos tuvo la evolución alcista de los tipos de interés en los últimos meses y, en el caso de los ingresos, también como consecuencia de los mayores dividendos recibidos, provenientes fundamentalmente de filiales en el extranjero. El notable crecimiento de esta partida permitió que el resultado ordinario neto (RON) presentara un avance del 3,5 %, cifra inferior, en todo caso, a la observada un año antes (8 %). Este ascenso del RON fue insuficiente para mantener los niveles de rentabilidad, reduciéndose la rentabilidad ordinaria del activo neto en tres décimas respecto al valor de 2010, hasta el 5 %. Este descenso afectó a todos los sectores, y especialmente a aquellos en los que el retroceso de la actividad productiva fue más acusado, como el de comercio y hostelería o el de información y comunicaciones. No obstante, esta evolución agregada fue compatible con un cierto desplazamiento de la distribución de las rentabilidades individuales hacia registros más elevados, lo que parece evidenciar que el deterioro que se deduce de los datos agregados resultó fundamentalmente del comportamiento de las empresas de mayor dimensión. Por otra parte, el indicador que mide el coste financiero soportado por las empresas repuntó ligeramente hasta el 3,5 %, dos décimas más que un año antes. Con ello, la diferencia entre la rentabilidad del activo y el coste financiero se mantuvo en valores positivos, del 1,5 %, aunque disminuyó en medio punto respecto al valor alcanzado en 2010.

<sup>1</sup> Este artículo ha sido elaborado a partir de la información obtenida de las 742 empresas que colaboraron enviando sus datos trimestrales a la Central de Balances. Esta muestra de empresas representa un 12,4 % del valor añadido generado por el total del sector de sociedades no financieras españolas.

Finalmente, el análisis de los resultados atípicos desvela una sensible pérdida de importancia de estos gastos e ingresos en los meses transcurridos de 2011 en comparación con el mismo período del pasado año. Dentro de esta evolución, destaca el fuerte descenso de la partida que recoge los resultados por enajenaciones y deterioro, que se redujo en un 70,9 %, al compararse con la elevada cuantía que registró esta rúbrica en el primer semestre de 2010 como consecuencia de algunas importantes plusvalías generadas. Ello llevó a que el resultado final terminara cayendo, en el primer semestre de 2011, un 18,1 %.

En resumen, el VAB de la muestra de empresas de la Central de Balances se contrajo ligeramente en el primer semestre de 2011, en un entorno de atonía del gasto interno, parcialmente compensado por el dinamismo de la demanda procedente del exterior, que, no obstante, ha ido perdiendo fuerza a medida que avanzaba el año. Por su parte, el empleo de estas sociedades siguió disminuyendo, aunque a un ritmo menor que el de años anteriores, al tiempo que las remuneraciones medias continuaron creciendo. Como consecuencia de esta evolución de la actividad, y a pesar del notable avance de los ingresos financieros, las empresas no consiguieron generar suficientes excedentes para mantener sus niveles de rentabilidad ordinaria, en un contexto de ligero repunte de los costes financieros. La incertidumbre sobre el curso de los beneficios empresariales durante los próximos trimestres es muy elevada y ha aumentado recientemente como consecuencia de las tensiones en los mercados financieros y del debilitamiento del crecimiento de algunas de las economías más desarrolladas.

## Actividad

El VAB de las empresas de la muestra de la CBT se contrajo un 0,7 % durante el primer semestre de 2011, en relación con la primera mitad de 2010 (véanse cuadro 1 y gráfico 1), lo que contrasta con el crecimiento del 6,1 % registrado por este excedente durante los primeros seis meses del año anterior. La desaceleración de la actividad, que se había observado con los datos de los tres primeros meses, se habría intensificado entre abril y junio, cayendo el VAB un 2 % en términos interanuales. Esta evolución negativa se produjo en un contexto de atonía de la demanda interna, y especialmente del consumo privado, que afectó más intensamente a algunos sectores productivos, como el de comercio o el de información y comunicaciones. Por el contrario, la demanda exterior continuó mostrando un elevado dinamismo, lo que llevó a un aumento del peso de las exportaciones, hasta suponer casi un 14 % sobre el total de ventas realizadas, frente al 12,3 % que representaban un año antes (véase cuadro 2). En todo caso, debe tenerse en cuenta que las tasas de variación interanuales del VAB del primer semestre de este ejercicio están afectadas por la anticipación de las decisiones de gasto de los consumidores al segundo trimestre de 2010, ante la anunciada subida del IVA el 1 de julio de dicho año.

Descendiendo a un detalle sectorial, se detecta un empeoramiento generalizado en todas las ramas productivas (véase cuadro 3), que fue más intenso en el caso del comercio y hostelería, y de información y comunicaciones. Ambas registraron disminuciones del VAB en la primera mitad de 2011 y, como ya se ha apuntado, se vieron negativamente influidas por la debilidad del consumo privado. Así, el VAB de las empresas de comercio y hostelería se redujo un 4,3 % durante los seis primeros meses de 2011, mientras que en 2010 había aumentado un 8,3 %. En el sector de información y comunicaciones esta variable retrocedió un 3,5 %, descenso que viene explicado también por la contracción de márgenes de las empresas de telecomunicaciones, como consecuencia de la fuerte competencia existente en la actualidad en este subsector. Por el contrario, en la energía y la industria se observaron incrementos del VAB, del 1,6 % y 6,2 %, respectivamente, si bien en ambos casos quedaron por debajo de los de un año antes. En la rama de la energía, el ligero ascenso del VAB resultó fundamentalmente del comportamiento de las compañías

**EVOLUCIÓN INTERANUAL DE LA CUENTA DE RESULTADOS. RENTABILIDADES**  
**Tasas de variación sobre las mismas empresas en igual período del año anterior**

**CUADRO 1**

Bases	Estructura CBA	Central de Balances Anual (CBA)		Central de Balances Trimestral (CBT) (a)		
	2009	2008	2009	I a IV 10/ I a IV 09	I a II 10/ I a II 09	I a II 11/ I a II 10
Número de empresas		9.639	9.626	801	830	742
Cobertura total nacional		31,6%	30,4%	13,1%	13,9%	12,4%
<b>CUENTA DE RESULTADOS:</b>						
1 VALOR DE LA PRODUCCIÓN (incluidas subvenciones)	100,0	-0,1	-13,3	8,2	11,5	11,1
<i>De ella:</i>						
<i>Importe neto de la cifra de negocios y otros ingresos de explotación</i>	147,1	1,3	-13,6	9,2	12,9	12,4
2 CONSUMOS INTERMEDIOS (incluidos tributos)	65,0	1,2	-16,0	11,0	14,7	17,3
<i>De ellos:</i>						
<i>Compras netas</i>	89,1	0,8	-19,0	15,6	22,4	25,1
<i>Otros gastos de explotación</i>	22,7	2,2	-6,6	8,6	7,7	0,5
S.1 VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES [1 – 2]	35,0	-2,7	-7,7	3,1	6,1	-0,7
3 Gastos de personal	21,3	3,9	-3,4	-1,3	-0,9	0,3
S.2 RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN [S.1 – 3]	13,7	-10,1	-13,7	7,4	13,1	-1,6
4 Ingresos financieros	5,0	8,2	-17,1	-4,3	-15,5	23,4
5 Gastos financieros	4,3	13,7	-29,2	5,1	-2,3	6,6
6 Amortizaciones netas, deterioro y provisiones de explotación	6,3	7,5	-5,0	4,3	4,5	4,2
S.3 RESULTADO ORDINARIO NETO [S.2 + 4 – 5 – 6]	8,0	-20,9	-11,9	3,0	8,0	3,5
7 Resultado por enajenaciones y deterioro (b)	1,6	—	—	—	44,0	-70,9
7' Estructura sobre VAB (7 / S.1)		-6,7	4,6	-2,1	13,1	4,0
8 Variaciones del valor razonable y resto de resultados (b)	-1,8	—	-3,0	59,5	—	4,4
8' Estructura sobre VAB (8 / S.1)		-4,3	-5,0	-3,3	-2,1	-1,9
9 Impuestos sobre beneficios	0,9	-66,5	39,9	22,8	52,0	-19,8
S.4 RESULTADO DEL EJERCICIO [S.3 + 7 + 8 – 9]	7,0	-56,8	50,2	-9,8	6,5	-18,1
S. 4' Estructura sobre VAB (S.4 / S.1)		12,4	20,0	24,5	36,5	30,1
<b>RENTABILIDADES</b>						
	Fórmulas (c)					
R.1 Rentabilidad ordinaria del activo neto (antes de impuestos)	(S.3 + 5.1) / AN	7,7	6,2	6,2	5,3	5,0
R.2 Intereses por financiación recibida sobre recursos ajenos con coste	5.1 / RAC	5,2	3,6	3,4	3,3	3,5
R.3 Rentabilidad ordinaria de los recursos propios (antes de impuestos)	S.3 / PN	9,9	8,6	8,7	7,1	6,3
R.4 Diferencia rentabilidad – coste financiero (R.1 – R.2)	R.1 – R.2	2,5	2,6	2,8	2,0	1,5

FUENTE: Banco de España.

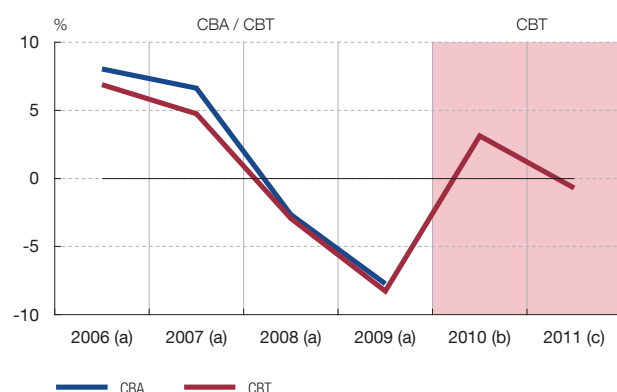
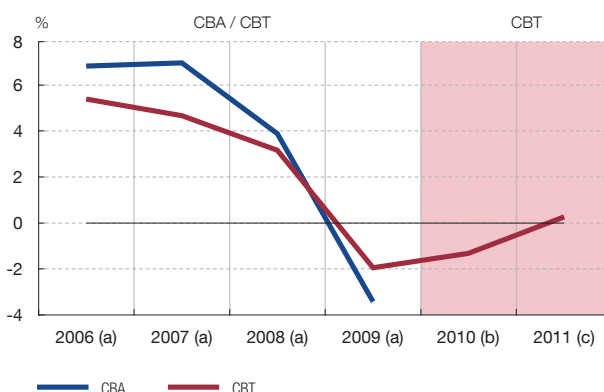
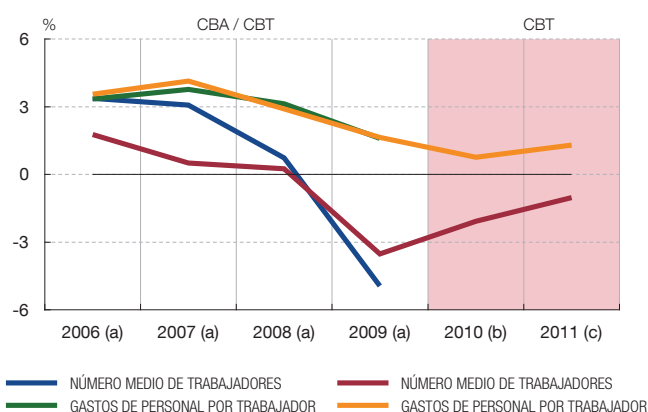
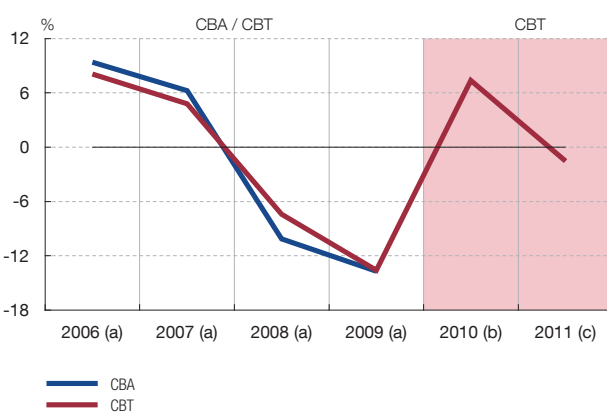
a Todos los datos de esta columna se han calculado como media ponderada de los datos trimestrales.

b Nuevas partidas de la cuenta de resultados, que surgen por la aplicación del nuevo plan contable (PGC 2007).

c AN = Activo neto de recursos ajenos sin coste; PN = Patrimonio neto; RAC = Recursos ajenos con coste; AN = PN + RAC. Los gastos financieros que figuran en los numeradores de los ratios R.1 y R.2 solo incorporan la parte de gastos financieros que son intereses por financiación recibida (5.1) y no otros gastos financieros (5.2).

NOTA: Para el cálculo de las tasas, los conceptos 4, 5, 7 y 8 se han depurado de movimientos contables internos.

del subsector de energía eléctrica, gas y agua, en las que este excedente creció un 1,8 %, que fue, no obstante, inferior al 10 % que había aumentado un año antes. Las sociedades de refino (el otro gran agregado que compone el sector de energía) presentaron una evolución negativa del VAB (cayó un 2,6 %), afectadas por los recortes en sus márgenes, especialmente en el segundo trimestre del año, en un contexto en el que los precios del crudo se mantuvieron por encima de los niveles alcanzados en 2010 (véase gráfico 2). Por su parte, en la industria el VAB se elevó un 6,2 %, cifra que, sin embargo, supone una ralentización comparada con la evolución de este excedente en la primera mitad del pasado

VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES  
Tasas de variaciónGASTOS DE PERSONAL  
Tasas de variaciónEMPLEO Y SALARIOS  
Tasas de variaciónRESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN  
Tasas de variación

## EMPRESAS NO FINANCIERAS

		2006	2007	2008	2009	2010	2011
Número de empresas	CBA	9.276	9.321	9.639	9.626	—	—
	CBT	830	849	816	805	801	742
% del PIB del sector Sociedades no financieras	CBA	33,5	33,9	31,6	30,4	—	—
	CBT	14,6	14,3	13,1	12,8	13,1	12,4

FUENTE: Banco de España.

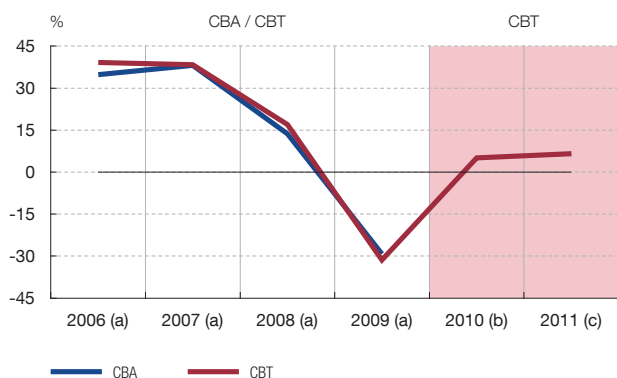
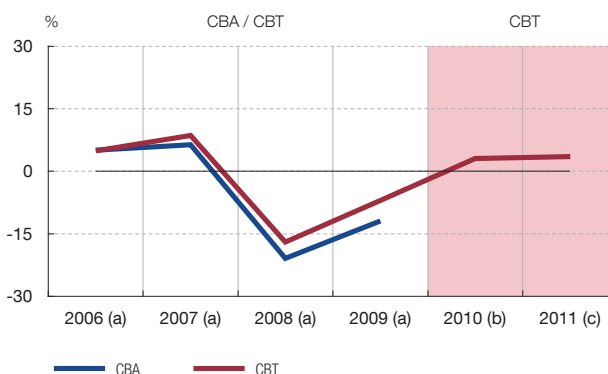
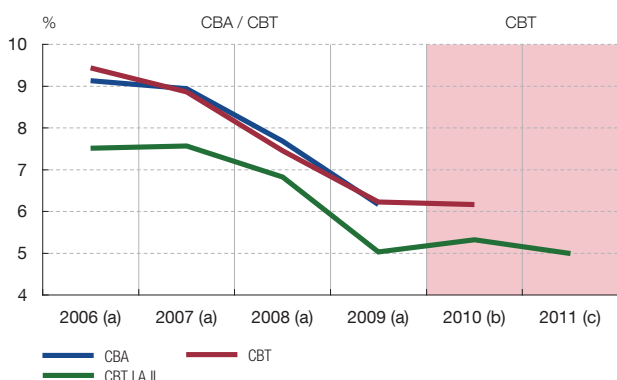
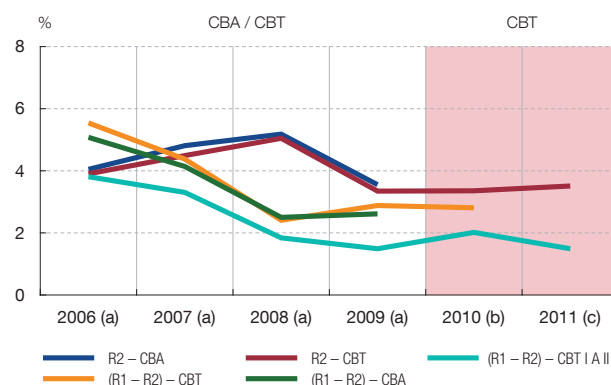
a Datos de 2006, 2007, 2008 y 2009 a partir de las empresas que han colaborado con la encuesta anual (CBA), y media de los cuatro trimestres de cada año respecto del ejercicio previo (CBT).

b Media de los cuatro trimestres de 2010 sobre igual período de 2009.

c Datos hasta el segundo trimestre de 2011 sobre igual período de 2010.

ejercicio (18,2 %). El avance de la actividad industrial se explica, en gran medida, por el empuje de las exportaciones, que mantuvieron un fuerte dinamismo en el conjunto del semestre, como ya se ha comentado. Dentro de esta rama, los subsectores que presentaron incrementos del VAB más elevados fueron el de fabricación de material de transporte (18,5 %), fabricación de productos minerales y metálicos (7,2 %) e industria química (5,8 %). Finalmente, en el agregado que agrupa al resto de empresas se detectó una caída del VAB del 1,3 %, que contrasta con el incremento del 5,1 % de un año antes.

Por último, los datos del gráfico 3 muestran que el menor avance del VAB se recogió fundamentalmente en la parte alta de la distribución de las empresas según el crecimiento de esta variable, donde se sitúan las compañías con mayor dinamismo de la actividad. Así,

**GASTOS FINANCIEROS**  
Tasas de variación**RESULTADO ORDINARIO NETO**  
Tasas de variación**RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO (R.1)**  
Ratios**COSTE DE LA FINANCIACIÓN (R.2) Y DIFERENCIA RENTABILIDAD – COSTE FINANCIERO (R.1 – R.2)****EMPRESAS NO FINANCIERAS**

		2006	2007	2008	2009	2010
Número de empresas	CBA	9.276	9.321	9.639	9.626	—
	CBT	830	849	816	805	801
% del PIB del sector Sociedades no financieras	CBA	33,5	33,9	31,6	30,4	—
	CBT	14,6	14,3	13,1	12,8	13,1

FUENTE: Banco de España.

a Datos de 2006, 2007, 2008 y 2009 a partir de las empresas que han colaborado con la encuesta anual (CBA), y media de los cuatro trimestres de cada año respecto del ejercicio previo (CBT).

b Media de los cuatro trimestres de 2010 sobre igual período de 2009.

c Datos hasta el segundo trimestre de 2011 sobre igual período de 2010.

el percentil 75 (que indica el nivel de incremento del VAB por debajo del cual se encuentran un 75 % de las empresas de la muestra) se situó en el 16,5 % en el primer semestre de 2011, algo más de cuatro puntos porcentuales por debajo del nivel alcanzado un año antes. En la parte inferior de la distribución se observó, en cambio, una ligera mejoría (el percentil 25 aumentó del -14,5 % al -13,8 %). Por último, la contracción del VAB a nivel agregado fue compatible con una variación mediana positiva (1,8 %), que fue, no obstante, inferior a la correspondiente al mismo período de 2010 (2,4 %).

**Empleo y gastos de personal**

Los gastos de personal crecieron durante el primer semestre de 2011 (0,3 %, en términos interanuales), frente al retroceso de un 0,9 % de un año antes. Esta evolución es consecuencia, por un lado, del incremento que las remuneraciones medias experimentaron hasta

**ANÁLISIS DE LAS COMPRAS Y DE LA CIFRA DE NEGOCIOS DE LAS EMPRESAS QUE INFORMAN  
SOBRE LA PROCEDENCIA DE SUS COMPRAS Y SOBRE EL DESTINO DE SUS VENTAS**  
Estructura y tasas de variación

CUADRO 2

		Central de Balances Anual (CBA)	Central de Balances Trimestral (CBT) (a)	
		2009	I a II 10	I a II 11
Total empresas		9.626	742	742
Empresas que informan sobre procedencia / destino		9.626	708	708
Porcentaje de las compras netas, según procedencia	España	68,9	81,1	81,8
	Total exterior	31,1	18,9	18,2
	Países de la UE	16,7	14,2	13,8
	Terceros países	14,3	4,7	4,3
Porcentaje de la cifra de negocios, según destino	España	85,0	87,7	86,1
	Total exterior	15,0	12,3	13,9
	Países de la UE	10,0	8,6	10,2
	Terceros países	5,0	3,7	3,7
Evolución de la demanda exterior neta (ventas al exterior menos compras del exterior), tasas de variación	Industria	21,2	-44,7	69,1
	Resto de empresas	39,3	-3,5	86,7

FUENTE: Banco de España.

a Todos los datos de esta columna se han calculado como media ponderada de los datos trimestrales.

**VALOR AÑADIDO, TRABAJADORES, GASTOS DE PERSONAL Y GASTOS DE PERSONAL POR TRABAJADOR.  
DETALLES SEGÚN TAMAÑO Y ACTIVIDAD PRINCIPAL DE LAS EMPRESAS**  
Tasas de variación sobre las mismas empresas en igual período del año anterior

CUADRO 3

	Valor añadido bruto al coste de los factores				Trabajadores (media del período)				Gastos de personal				Gastos de personal por trabajador			
	CBA		CBT (a)		CBA		CBT (a)		CBA		CBT (a)		CBA		CBT (a)	
	2009	I a IV 10	I a II 10	I a II 11	2009	I a IV 10	I a II 10	I a II 11	2009	I a IV 10	I a II 10	I a II 11	2009	I a IV 10	I a II 10	I a II 11
<b>TOTAL</b>	<b>-7,7</b>	<b>3,1</b>	<b>6,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>-4,9</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,0</b>	<b>-3,4</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,3</b>	<b>1,6</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>
<b>TAMAÑOS:</b>																
Pequeñas	11,4	—	—	—	-7,2	—	—	—	-6,2	—	—	—	1,0	—	—	—
Medianas	-8,9	3,6	3,9	7,1	-5,9	-3,4	-4,0	-0,9	-4,2	-1,5	-2,3	1,1	1,8	1,9	1,7	2,0
Grandes	-7,5	3,1	6,2	-1,0	-4,8	-2,0	-2,0	-1,0	-3,2	-1,3	-0,9	0,2	1,6	0,7	1,1	1,3
<b>DETALLE POR ACTIVIDADES:</b>																
Energía	-6,3	7,6	11,9	1,6	-1,9	-2,1	-2,2	-1,5	0,8	-0,3	0,2	0,2	2,8	1,8	2,4	1,8
Industria	16,1	18,5	18,2	6,2	-7,1	-2,7	-3,3	0,1	-6,8	-1,2	-1,4	3,1	0,3	1,6	1,9	2,9
Comercio y hostelería	-6,3	3,2	8,3	-4,3	-5,1	-0,8	-2,4	1,8	-3,8	0,2	-0,9	2,5	1,3	1,0	1,6	0,6
Información y comunicaciones	-4,6	-5,6	-5,1	-3,5	-3,0	-1,8	-2,1	-0,3	-1,1	0,4	-0,1	2,7	1,9	2,3	2,0	3,0
Resto de actividades	-4,6	1,6	5,1	-1,3	-4,6	-2,8	-1,5	-3,4	-2,5	-2,8	-1,3	-2,6	2,2	0,0	0,2	0,8

FUENTE: Banco de España.

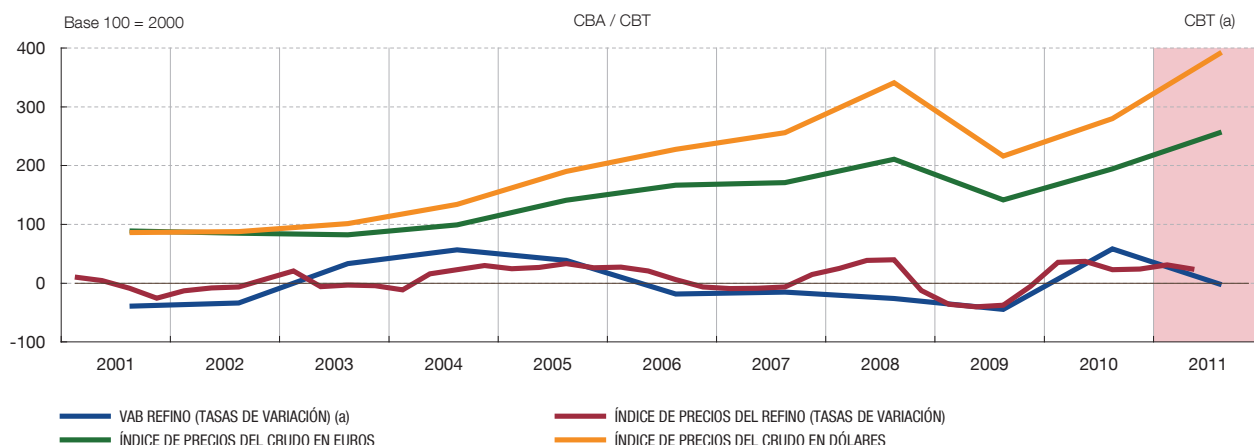
a Todos los datos de estas columnas se han calculado como media ponderada de los datos trimestrales.

junio, del 1,3 %, que se vio compensado en parte por la disminución del 1 % registrada por el empleo en este mismo período.

En efecto, durante los seis primeros meses de 2011 el empleo de la muestra de la CBT continuó descendiendo, por tercer año consecutivo, si bien la tasa de crecimiento interanual,

## IMPACTO DE LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DEL CRUDO EN EL SECTOR DE REFINO

GRÁFICO 2

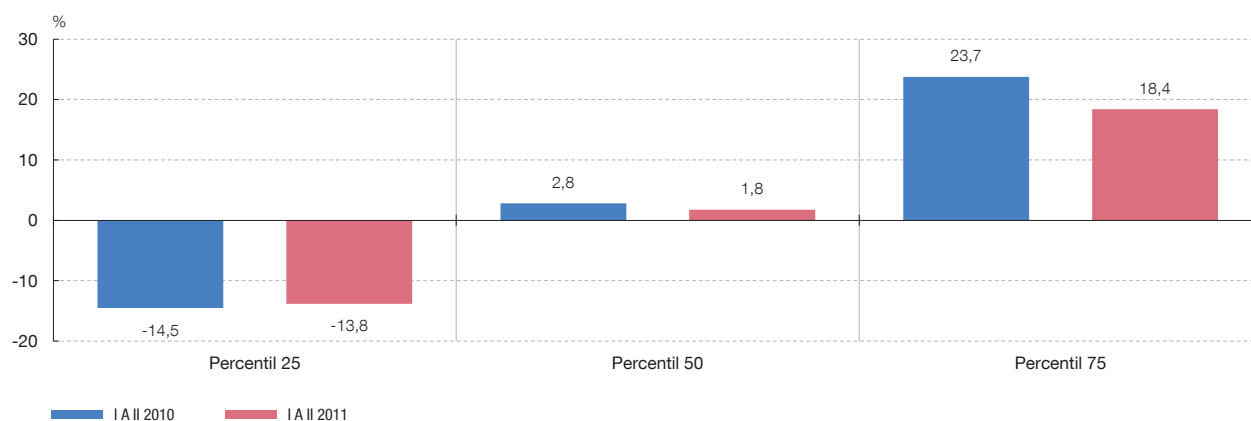


FUENTES: Banco de España y Ministerio de Industria, Turismo y Comercio (*Informe mensual de precios*).

a Los datos de 2011 se refieren a la CBT.

## PERCENTILES DE LA DISTRIBUCIÓN DE LAS EMPRESAS SEGÚN LA TASA DE VARIACIÓN DEL VALOR AÑADIDO BRUTO

GRÁFICO 3



FUENTE: Banco de España.

del -1 % (véase cuadro 3), fue menos negativa que en los dos ejercicios precedentes (-3,4 % y -2,1 %, respectivamente). Por tipo de contrato, fue de nuevo el de carácter temporal en el que se concentró fundamentalmente el ajuste, con caídas de casi el 9 %, mientras que el fijo apenas varió (aumento del 0,2 %; véase cuadro 4). El desglose por ramas productivas evidencia una mejoría en todas ellas con respecto a las tendencias observadas en 2010, salvo en el agregado que engloba al resto de actividades, que fue el único en el que los datos del primer semestre de 2011 (caída del 3,6 %) fueron peores que los registrados en idéntico período del año anterior (retroceso del 1,5 %), lo que viene explicado, en gran medida, por la negativa evolución de las empresas constructoras, incluidas en este grupo. Entre los demás sectores, destaca el de comercio y hostelería, por ser en el que se detectó una pauta más positiva en las cifras de ocupados, con un crecimiento del 1,8 %, frente a la caída del 2,4 % en el primer semestre de 2010. En las compañías industriales, por su parte, se produjo una variación prácticamente nula, del 0,1 %, de modo que esta es la primera vez desde 2005 que en este sector no se registran reducciones de empleo en un primer semestre. En las sociedades de la energía e información

**EMPLEO Y GASTOS DE PERSONAL**  
Detalle según evolución del empleo

**CUADRO 4**

	Total empresas CBT I a II 2011	Empresas que incrementan (o no varían) el número de trabajadores	Empresas que disminuyen el número de trabajadores
NÚMERO DE EMPRESAS	742	373	369
GASTOS DE PERSONAL:			
Situación inicial I a II 10 (millones de euros)	14.991,4	7.194,0	7.797,3
Tasa I a II 11 / I a II 10	0,3	4,6	-3,8
REMUNERACIONES MEDIAS:			
Situación inicial I a II 10 (euros)	22.423,3	21.249,8	23.631,2
Tasa I a II 11 / I a II 10	1,3	0,1	3,1
NÚMERO DE TRABAJADORES:			
Situación inicial I a II 10 (miles)	669	339	330
Tasa I a II 11 / I a II 10	-1,0	4,5	-6,7
Fijos			
Situación inicial I a II 10 (miles)	577	294	283
Tasa I a II 11 / I a II 10	0,2	3,9	-3,7
No fijos			
Situación inicial I a II 10 (miles)	92	45	47
Tasa I a II 11 / I a II 10	-8,7	8,3	-24,8

FUENTE: Banco de España.

**GASTOS DE PERSONAL, TRABAJADORES Y GASTOS DE PERSONAL POR TRABAJADOR**  
Porcentaje del número de empresas en determinadas situaciones

**CUADRO 5**

	Central de Balances Anual		Central de Balances Trimestral (a)			
	2008	2009	I a IV 09	I a IV 10	I a II 10	I a II 11
NÚMERO DE EMPRESAS	9.639	9.626	805	801	830	742
GASTOS DE PERSONAL	100	100	100	100	100	100
Caen	32,1	57,4	57,4	49,9	52,1	48,3
Se mantienen o suben	67,9	42,6	42,6	50,1	47,9	51,7
NÚMERO MEDIO DE TRABAJADORES	100	100	100	100	100	100
Caen	42,1	54,5	62,6	55,8	57,2	53,5
Se mantienen o suben	57,9	45,5	37,4	44,2	42,8	46,5

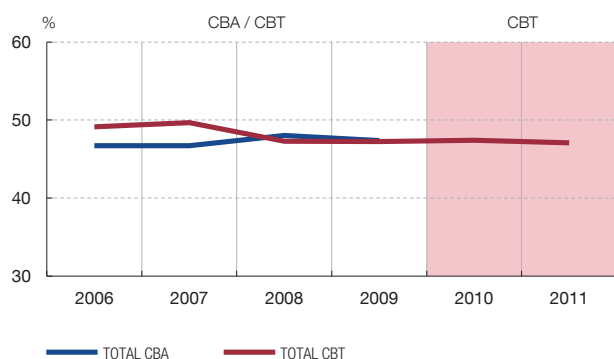
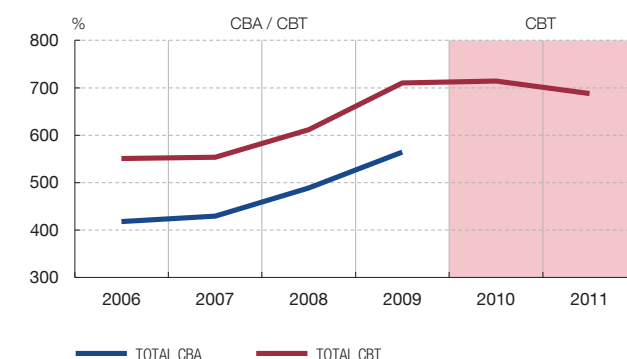
FUENTE: Banco de España.

a Media ponderada de los correspondientes trimestres que componen cada columna.

y comunicaciones, el número de trabajadores retrocedió un 1,6 % y un 0,3 %, respectivamente, caídas menos intensas en ambos casos que las de un año antes. Finalmente, los datos del cuadro 5 revelan que, durante la primera mitad de 2011, en una mayoría de las empresas de la muestra (un 53,3 %), se siguieron produciendo ajustes de plantillas, porcentaje que, sin embargo, es casi cuatro puntos menor que el que se alcanzó en el mismo período de 2010.

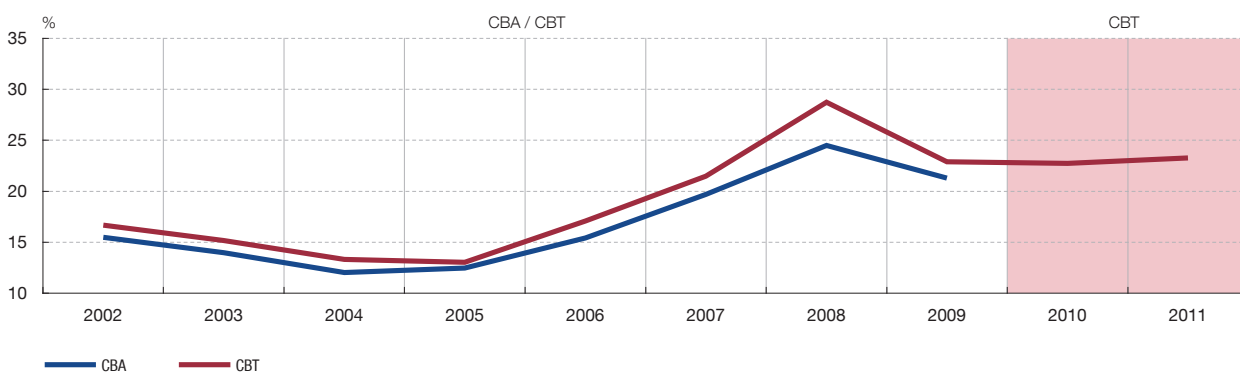
Las remuneraciones medias se elevaron un 1,3 %, tasa muy similar a la del primer semestre del año anterior (1,2 %), aunque medio punto por encima del incremento medio registrado para el conjunto de 2010. Por sectores, se observa una evolución heterogénea, siendo los ascensos más acusados en la rama industrial y en la de información y comunicaciones (del 2,9 % y 3 %, respectivamente). En el resto de agregados, se mantuvo un



E1. RECURSOS AJENOS CON COSTE / ACTIVO NETO (a)  
RatiosE2. RECURSOS AJENOS CON COSTE / (REB + IF) (b)  
Ratios

## CARGA FINANCIERA POR INTERESES

(Intereses por financiación recibida) / (REB + ingresos financieros)



FUENTE: Banco de España.

a Ratio calculada a partir de los saldos finales de balance. Los fondos propios incorporan el ajuste a precios corrientes.

b Ratio calculada a partir de los saldos finales de balance. La partida de recursos ajenos con coste incorpora un ajuste para eliminar la deuda «intragrupo» (aproximación a deuda consolidada).

comportamiento menos expansivo, con un crecimiento medio cercano al 2 % en la energía y de apenas el 0,5 % en el comercio y hostelería. Por último, según se puede apreciar en el cuadro 4, en las empresas que crearon empleo los costes salariales por ocupado crecieron menos (0,2 %) que en aquellas que lo destruyeron (3,1 %), fenómeno que también se ha detectado en los ejercicios anteriores.

## Resultados, rentabilidades y endeudamiento

La ligera contracción que experimentó la actividad productiva en el primer semestre de 2011 se trasladó al REB, de modo que este excedente también se redujo en este período, un 1,6 %, evolución que contrasta, no obstante, con el crecimiento del 13,1 % registrado el año anterior.

**RESULTADO ECONÓMICO BRUTO, RESULTADO ORDINARIO NETO, RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO Y DIFERENCIA RENTABILIDAD – COSTE FINANCIERO (R.1 – R.2).  
DETALLES SEGÚN TAMAÑO Y ACTIVIDAD PRINCIPAL DE LAS EMPRESAS**  
Ratios y tasas de variación sobre las mismas empresas en igual período del año anterior

CUADRO 6

	Resultado económico bruto				Resultado ordinario neto				Rentabilidad ordinaria del activo (R.1)				Diferencia rentabilidad – coste financiero (R.1 – R.2)			
	CBA		CBT (a)		CBA		CBT (a)		CBA		CBT (a)		CBA		CBT (a)	
	2009	I a IV 10	I a II 10	I a II 11	2009	I a IV 10	I a II 10	I a II 11	2009	I a IV 10	I a II 10	I a II 11	2009	I a IV 10	I a II 10	I a II 11
<b>TOTAL</b>	<b>-13,7</b>	<b>7,4</b>	<b>13,1</b>	<b>-1,6</b>	<b>-11,9</b>	<b>3,0</b>	<b>8,0</b>	<b>3,5</b>	<b>6,2</b>	<b>6,2</b>	<b>5,3</b>	<b>5,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>2,0</b>	<b>1,5</b>
<b>TAMAÑOS:</b>																
Pequeñas	-24,0	—	—	—	-42,9	—	—	—	3,7	—	—	—	-0,9	—	—	—
Medianas	-17,2	12,2	15,3	16,0	-22,6	31,2	26,0	35,7	4,7	5,6	4,9	6,6	0,9	2,5	2,1	3,7
Grandes	-13,2	7,2	13,1	-2,0	-10,7	2,4	7,7	2,7	6,3	6,2	5,3	5,0	2,7	2,8	2,0	1,5
<b>DETALLE POR ACTIVIDADES:</b>																
Energía	-9,6	10,0	15,5	2,0	-9,6	-5,0	-5,3	1,4	6,9	6,3	5,6	5,5	3,3	3,1	2,3	2,2
Industria	-30,5	76,9	77,9	12,1	-52,7	149,1	-	90,9	3,8	4,6	4,0	3,3	0,2	0,7	0,3	-0,7
Comercio y hostelería	-10,6	8,9	27,6	-15,5	-3,7	16,2	68,1	-17,7	7,0	5,7	6,1	5,0	3,3	2,3	2,9	1,5
Información y comunicaciones	-6,5	-7,5	-6,8	-5,9	-13,3	-11,0	-9,8	-8,2	20,4	27,5	27,6	25,3	15,6	22,8	22,7	20,2
Resto de actividades	-10,3	12,4	22,1	1,9	31,5	23,5	32,4	32,7	5,2	5,1	3,9	3,7	1,8	1,8	0,7	0,2

FUENTE: Banco de España.

a Todos los datos de estas columnas se han calculado como media ponderada de los datos trimestrales.

	I a II 11 / I a II 10
<b>Variación de los gastos financieros</b>	<b>6,6 %</b>
<i>A Intereses por financiación recibida</i>	<i>6,9 %</i>
1 Variación debida al coste (tipo de interés)	6,2 %
2 Variación debida al endeudamiento con coste financiero	0,7 %
<i>B Otros gastos financieros</i>	<i>-0,3 %</i>

En este entorno, los gastos financieros crecieron un 6,6 %, incremento que, tal como se puede observar en el cuadro adjunto, resultó fundamentalmente del ascenso del coste medio de financiación, que se elevó hasta el 3,5 % (dos décimas más que un año antes). El impacto asociado a variaciones en el endeudamiento ha sido prácticamente nulo, ya que, en un contexto de menor dinamismo de la inversión (se contrajo un 12 %, en términos interanuales), apenas aumentó la apelación a nueva financiación ajena por parte de las empresas de la muestra. Esta evolución, junto con la estabilidad del tamaño de los balances, llevó a un mantenimiento prácticamente sin cambios en la ratio de deuda sobre activo neto (E1), mientras que el avance del REB más los ingresos financieros (denominador de la ratio E2) permitió una ligera mejoría de la capacidad de reembolso de esa deuda (véase gráfico 4). Sin embargo, como consecuencia del perfil creciente del coste de los fondos aumentó algo la proporción de las rentas destinada a hacer frente a los pagos por intereses.

Por su parte, los ingresos financieros crecieron con fuerza en la primera mitad de este año, un 23,4 %, después de que el año anterior hubieran descendido un 15,5 %. Este aumento se debió tanto a los mayores intereses recibidos como contraprestación a créditos concedidos como al ascenso de los dividendos provenientes de filiales, principalmente extranjeras. Gracias a ello, RON presentó un avance interanual del 3,5 %, tasa, no obstante, inferior al 8 % del año anterior. El incremento de los beneficios ordinarios no fue suficiente para evitar un deterioro de los niveles de rentabilidad ordinaria. Así, la rentabilidad del

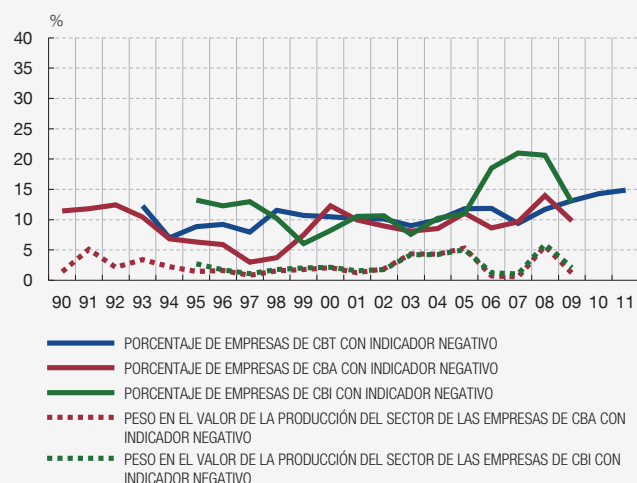
La explotación de los datos individuales de la Central de Balances (CB) permite ampliar y profundizar los análisis basados en variables agregadas. Así, por ejemplo, la identificación del número de sociedades que se encuentran en una situación financiera menos favorable constituye una valiosa fuente de información, especialmente en períodos de crisis económica. Un indicador útil en este sentido es el que mide el porcentaje de compañías cuyos gastos financieros están por encima de los excedentes generados por la actividad ordinaria (resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros).

En los gráficos adjuntos se muestra la evolución de este indicador para los cuatro sectores mejor representados en la CB (energía,

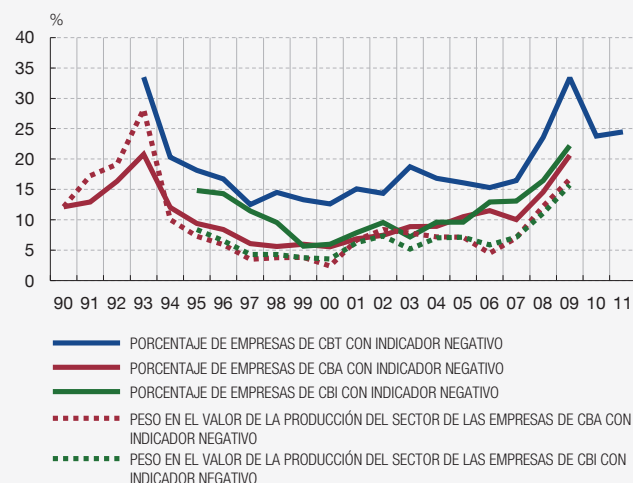
industria, comercio y hostelería, e información y comunicaciones). Más concretamente, las series que se presentan se han generado a partir de tres aproximaciones complementarias. En primer lugar, se ha utilizado la denominada CBI, que se obtiene al fusionar la Central de Balances Anual (CBA) con la información de los depósitos que realizan las compañías en los Registros Mercantiles (CBB). La CBA incluye los datos de las sociedades que colaboran voluntariamente con la CB con frecuencia anual y contiene unos 9.000 registros por ejercicio, con un cierto sesgo hacia la empresa grande y mediana. En la CBB se dispone de un volumen medio de más de 600.000 empresas, en su gran mayoría de pequeña y mediana dimensión. Por tanto, la ventaja de la CBI es su elevado nivel de representatividad, lo que le confiere un gran valor analítico.

### EMPRESAS EN SITUACIÓN FINANCIERA MENOS FAVORABLE (a)

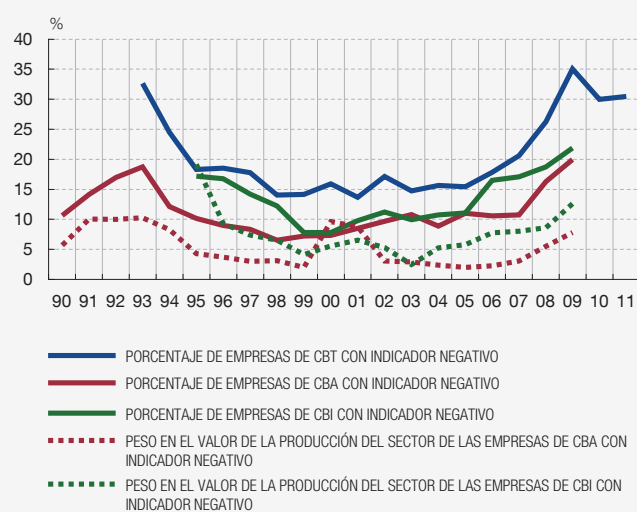
#### 1 ENERGÍA



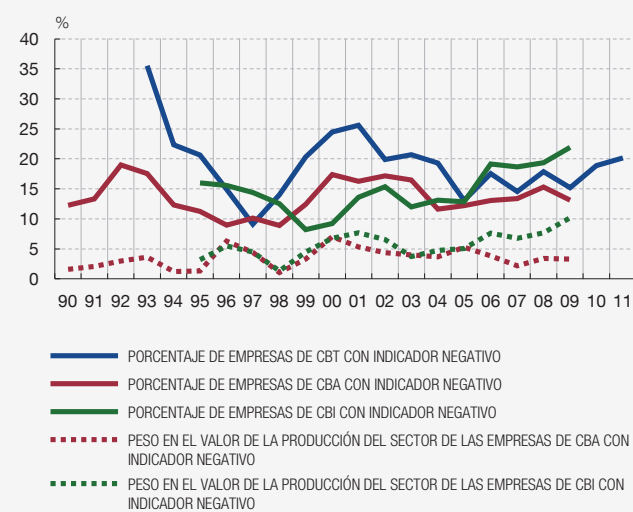
#### 2 INDUSTRIA



#### 3 COMERCIO Y HOSTELERÍA



#### 4 INFORMACIÓN Y COMUNICACIONES



FUENTE: Banco de España.

a Empresas cuyo indicador (REB – Ingresos financieros – Gastos financieros) es negativo.

Las series de la CBT se han calculado como un promedio de los datos trimestrales de cada año, excepto para el año 2011, en que se calculó la media de los cuatro últimos trimestres (hasta el segundo trimestre de 2011).

Sin embargo, con la CBI no es posible realizar comparaciones con ciclos anteriores, ya que solo existe información de un número significativo de compañías desde el año 1995. Por ello, se ha construido también el indicador a partir, exclusivamente, de la CBA, que permite remontarse a principios de los años noventa. En ambos casos, sin embargo, las observaciones más recientes se refieren a 2009. Por lo tanto, con el fin de valorar la evolución desde dicha fecha, se considera, finalmente, el indicador obtenido a partir de la muestra de frecuencia trimestral de la CB (denominada CBT), que, aunque contiene un menor número de empresas (unas 900 como máximo), predominantemente de gran tamaño, permite disponer de datos hasta el segundo trimestre de 2011.

Como se puede observar en los gráficos adjuntos, en las tres muestras analizadas el indicador construido como el porcentaje de empresas en las que los gastos financieros superan los excedentes generados por la actividad ordinaria presenta un claro comportamiento cíclico, que es particularmente acusado en el sector industrial y el de comercio y hostelería. En línea con esta dinámica, se detecta cómo durante la crisis reciente el deterioro de la situación financiera de las compañías ha sido más intenso en estas dos ramas, lo que obedece a que su actividad se ha visto más afectada por el cambio de ciclo, como apunta la fuerte desaceleración de su resultado económico bruto (REB) durante 2008 y 2009. La disminución de tipos de interés durante este último año (con el consiguiente alivio en los gastos financieros) no fue suficiente para compensar el impacto de la contracción del REB en ese ejercicio. De este modo, la variable analizada llegó a alcanzar en 2009 niveles similares a los valores máximos registrados durante la recesión de 1992-1993.

En las empresas de las ramas de la energía e información y comunicaciones, el indicador se elevó en menor medida durante 2008 y 2009, lo que refleja la evolución menos desfavorable del REB durante este período, que llevó incluso a que en 2009 en el sector energético se experimentase una cierta mejoría asociada al impacto positivo que la caída de tipos de interés tuvo sobre estas compañías, que cuentan con niveles de endeudamiento comparativamente elevados.

En los gráficos se representan, igualmente, dos líneas discontinuas que recogen el peso, dentro de cada uno de los sectores

considerados, en términos del valor de la producción, de las empresas de la CBA y de la CBI cuyos gastos financieros superan los excedentes generados por la actividad ordinaria. En primer lugar, se detecta que, a lo largo del período analizado, estas series se sitúan generalmente por debajo de las correspondientes al número de empresas en situación de mayor vulnerabilidad, lo que indica que las de menor dimensión tienden a presentar una posición comparativamente más desfavorable que la de las más grandes. Por otra parte, se percibe cómo, durante la crisis de los últimos años, y a diferencia de lo ocurrido con el indicador calculado como el porcentaje de compañías en una situación financiera menos favorable, la variable expresada en términos del valor de producción no ha llegado a alcanzar los niveles máximos registrados durante la recesión de 1992-1993 en las dos ramas productivas más perjudicadas por el cambio de la coyuntura económica (industria y comercio y hostelería). Ello sugiere que en el período más reciente el deterioro ha afectado en menor medida a las sociedades de mayor tamaño en comparación con lo observado a principios de la década de los noventa.

La información más reciente de la CBT evidencia a una clara mejoría de la situación financiera de las empresas en los sectores más afectados por la crisis (industria y comercio y hostelería) durante 2010, en línea con la recuperación del REB en dicho ejercicio. Por el contrario, los datos parciales de avance disponibles para 2011 apuntan a un cierto deterioro generalizado por ramas productivas, que es coherente con la pérdida de dinamismo de la actividad y con el repunte en el coste de financiación.

En conclusión, el análisis efectuado en este recuadro ilustra cómo durante 2008 y 2009 se produjo un aumento notable del número de empresas en una situación financiera menos favorable en los sectores de la industria y del comercio y hostelería, mientras que en el resto de las actividades mejor representadas en la CB las variaciones en este indicador fueron menos significativas durante este período. La información más reciente apunta a una clara mejoría en las dos ramas más afectadas por la crisis durante 2010, que, de acuerdo con los datos provisionales de avance de 2011, no se habría prolongado durante la parte transcurrida de este año.

activo neto (R1) se situó en el 5 % en el primer semestre de 2011, frente al 5,3 % registrado un año antes, y la de los recursos propios descendió casi un punto porcentual, hasta el 6,3 %. Por sectores, en todos ellos se aprecia una reducción de estos indicadores en comparación con los registros alcanzados durante el mismo período del ejercicio precedente (véase cuadro 6), que fue algo más intensa en aquellos en los que la actividad experimentó una mayor contracción (comercio e información y comunicaciones). Una pauta similar se pone en evidencia al observar cómo, en los meses transcurridos de 2011, repuntó ligeramente el porcentaje de empresas en una situación financiera menos favorable, tras la recuperación que se había detectado en 2010 en algunas ramas productivas como la industria o el comercio y hostelería (véase recuadro 1). No obstante, estos desarrollos a

		Central de Balances Trimestral (a)			
		Rentabilidad ordinaria del activo neto (R.1)		Rentabilidad ordinaria de los recursos propios (R.3)	
		I a II 10	I a II 11	I a II 10	I a II 11
Número de empresas		830	742	830	742
Porcentajes de empresas por rango de rentabilidad	R ≤ 0	30,4	29,2	34,1	32,8
	0 < R ≤ 5	25,4	23,2	17,9	16,4
	5 < R ≤ 10	14,9	16,8	11,2	11,7
	10 < R ≤ 15	6,6	8,1	7,4	9,1
	15 < R	22,7	22,6	29,5	30,0
PRO MEMORIA: Rentabilidad media		5,3	5,0	7,1	6,3

FUENTE: Banco de España.

a Todos los datos de estas columnas se han calculado como media ponderada de los datos trimestrales.

nivel del conjunto de las empresas fueron compatibles con un cierto desplazamiento de la distribución de las rentabilidades individuales desde niveles inferiores al 5 % hacia los segmentos con valores superiores (véase cuadro 7). La evolución descendente de la rentabilidad, junto con el repunte del coste de la financiación ajena, se tradujo en una disminución del diferencial entre ambas variables, que, aunque permaneció en valores positivos, del 1,5 %, se situó medio punto por debajo del valor registrado un año antes.

Por último, el análisis de la evolución de los resultados atípicos revela que durante el primer semestre de este año se redujo fuertemente la importancia de estos gastos e ingresos, ante la ausencia de operaciones relevantes de dicha naturaleza. Concretamente, la partida que recoge los resultados por enajenaciones y deterioro se redujo un 70,9 %, dado que en la primera mitad de 2010 se registraron en esta rúbrica cuantiosas plusvalías generadas en algunas operaciones de venta de activos financieros que en esta ocasión no se produjeron. Ello llevó a una disminución del 18,1 % en el resultado del ejercicio hasta junio de 2011. Si se expresa este excedente en porcentaje sobre el VAB, también se observa la misma tendencia descendente, al situarse en el 30,1 % para el período analizado, frente al 36,5 % que suponía un año antes.

15.9.2011.

LA EVOLUCIÓN DEL EMPLEO Y DEL PARO EN EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2011,  
SEGÚN LA ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA

## LA EVOLUCIÓN DEL EMPLEO Y DEL PARO EN EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2011, SEGÚN LA ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA

Este artículo ha sido elaborado por Pilar Cuadrado y Sergio Puente, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

Según la Encuesta de Población Activa (EPA), a lo largo del segundo trimestre de 2011 se crearon, en términos netos, algo más de 150.000 puestos de trabajo en relación con el trimestre anterior, aunque se estima que, una vez descontados los factores estacionales propios de los meses estivales, no se habría llegado a crear empleo neto en este período. Esta evolución moderó la tasa interanual de descenso del empleo hasta el 0,9 % (175.000 personas) (véase cuadro 1). Por ramas de actividad, destaca el mejor comportamiento relativo de los servicios, que mostraron una tasa interanual del 1,3 %, mientras que en el resto de actividades productivas continuó la destrucción neta de empleo, a ritmos inferiores a los de los trimestres previos, salvo en la construcción, que volvió a intensificar su ritmo de descenso. En el conjunto de la economía de mercado, el ritmo de pérdida de puestos de trabajo se mantuvo estabilizado en el 2 %. Por su parte, se observó un repunte de la contratación temporal, que elevó la ratio de temporalidad hasta el 25,5 %, algo más de medio punto porcentual por encima de la de un año antes.

La información procedente de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) mostró una evolución del empleo<sup>1</sup> muy similar a la reflejada en la EPA, moderándose el ritmo de reducción de la ocupación con similar intensidad, hasta una tasa del 1 % en el segundo trimestre. Esta evolución, junto con la ralentización en el ritmo de avance de la actividad en términos interanuales, determinó una desaceleración en la tasa de crecimiento de la productividad (hasta el 1,7 %) (véase gráfico 1). Por otro lado, la afiliación a la Seguridad Social también mostró en el segundo trimestre del año cierta moderación en el ritmo de destrucción interanual del empleo, si bien algo más atenuada que la observada en la EPA. Sin embargo, la información disponible hasta el mes de agosto anticiparía un ligero empeoramiento del empleo en el período más reciente.

Con respecto a la oferta de trabajo, entre abril y junio se prolongó la falta de dinamismo en la población activa, que mostró un avance interanual del 0,1 % (véase cuadro 2). Esta evolución refleja el estancamiento de la población en edad de trabajar, en un entorno caracterizado por una nueva caída en el flujo de entradas netas de inmigrantes, así como por la estabilización de la tasa de participación en el 60,1 %, como resultado de los descensos observados entre los varones y la población más joven, que fueron compensados por el crecimiento del colectivo femenino y los grupos de más edad.

La creación de empleo a lo largo del trimestre se tradujo en una disminución del número de desempleados en unas 76.000 personas, hasta situarse en 4.833.700 el número de parados en el segundo trimestre. Esta evolución supuso un ligero descenso trimestral en la tasa de paro, que retrocedió hasta el 20,9 %, cuatro décimas menos que en el trimestre anterior, pero casi 1 pp por encima de la correspondiente al mismo período de 2010 (véase cuadro 3), comportamiento que resulta coherente con la información del paro registrado en el SEPE. No obstante, en los meses de julio y agosto se han observado repuntes en las cifras de paro registrado.

### El empleo

Durante el segundo trimestre de 2011, la caída del empleo en términos interanuales (-0,9 %) se moderó en relación con la registrada en el trimestre precedente (-1,3 %). En

<sup>1</sup> Medido en puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

**EVOLUCIÓN DEL EMPLEO SEGÚN LA EPA**  
**Tasas de variación interanual**

**CUADRO 1**

	2008	2009	2010	2009			2010				2011	
				II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
OCUPADOS	-0,5	-6,8	-2,3	-7,2	-7,3	-6,1	-3,6	-2,5	-1,7	-1,3	-1,3	-0,9
Asalariados	-0,5	-6,0	-2,1	-6,6	-6,5	-5,0	-3,7	-2,4	-1,2	-1,2	-0,9	-0,5
Por duración de contrato:												
Indefinidos	3,0	-0,9	-1,5	-1,1	-1,7	-1,3	-2,4	-1,9	-0,8	-0,8	-1,4	-1,3
Temporales	-8,0	-18,4	-4,0	-19,8	-18,2	-14,7	-7,6	-3,8	-2,4	-2,2	0,7	2,1
Por duración de jornada:												
Jornada completa	-0,8	-7,1	-2,8	-7,8	-7,7	-6,0	-4,6	-3,2	-2,0	-1,5	-1,8	-1,4
Jornada parcial	1,6	1,7	2,4	1,9	2,0	2,0	1,8	2,9	3,6	1,2	5,2	5,1
No asalariados	-0,5	-10,3	-3,0	-10,2	-10,6	-11,1	-3,3	-3,0	-4,0	-1,9	-3,5	-3,3
OCUPADOS, POR RAMAS DE ACTIVIDAD (a)												
Agricultura (1)	-5,0	-4,0	0,9	-4,2	-6,4	-2,6	-0,3	-1,1	2,3	2,8	-6,2	-4,8
Industria (2)	-1,1	-13,3	-5,9	-13,7	-14,9	-11,9	-10,4	-6,4	-4,4	-2,2	-2,3	-1,6
Construcción (3)	-10,9	-23,0	-12,6	-24,6	-23,3	-17,3	-15,9	-11,6	-9,8	-12,8	-10,2	-15,9
Servicios	2,1	-2,5	-0,3	-2,7	-2,8	-3,3	-0,6	-0,4	-0,3	0,2	0,3	1,3
De mercado (4) (b)	2,2	-5,5	-1,8	-5,5	-6,2	-5,9	-3,2	-2,3	-1,5	-0,4	0,3	1,1
De no mercado (b)	1,9	2,4	2,1	2,0	2,9	1,0	3,5	2,4	1,6	1,1	0,2	1,5
Economía de mercado (1 + 2 + 3 + 4)	-1,3	-9,9	-4,0	-10,4	-10,7	-8,7	-6,3	-4,4	-3,0	-2,2	-2,0	-2,0
OCUPADOS, POR NIVEL DE FORMACIÓN (c)												
Estudios bajos	-4,2	-13,7	-8,4	-13,0	-12,9	-13,8	-8,8	-10,1	-8,0	-6,4	-9,8	-9,6
Estudios medios	-0,2	-7,4	-2,7	-7,9	-8,3	-6,7	-4,7	-2,7	-1,8	-1,5	-1,3	-0,6
Estudios altos	1,3	-0,9	2,0	-1,8	-1,0	0,1	2,1	2,3	1,9	1,9	3,0	2,6
OCUPADOS, POR NACIONALIDAD												
Nacionales	-1,4	-6,2	-2,1	-6,9	-6,8	-5,1	-3,5	-2,1	-1,6	-1,2	-0,8	-0,4
Extranjeros	5,2	-10,1	-3,2	-9,2	-10,0	-11,8	-4,6	-4,5	-2,1	-1,5	-4,5	-4,5
OCUPADOS (variaciones interanuales, en miles)	-98	-1.370	-431	-1.480	-1.476	-1.211	-697	-468	-323	-238	-243	-174
PRO MEMORIA												
Niveles, en %:												
Tasa de empleo (de 16 a 64 años)	65,3	60,6	59,4	60,8	60,6	59,9	59,1	59,4	59,7	59,2	58,5	59,1
Ratio de asalarización	82,3	83,0	83,2	83,1	82,9	83,1	82,9	83,1	83,3	83,2	83,3	83,6
Ratio de temporalidad (d)	29,2	25,4	24,9	25,2	25,9	25,1	24,4	24,9	25,6	24,8	24,8	25,5
Ratio de parcialidad (e)	12,0	12,8	13,3	12,9	12,3	13,3	13,3	13,5	12,8	13,4	14,1	14,1

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

**a** A partir del primer trimestre de 2009, las tasas corresponden a la CNAE-2009. Retrospectivamente, enlace del Servicio de Estudios del Banco de España, respetando la evolución según la CNAE-1993.

**b** En la CNAE-2009 los servicios de mercado comprenden las actividades de Comercio, Transporte y almacenamiento, Hostelería, Información y comunicaciones, Actividades financieras y de seguros, Actividades inmobiliarias, Actividades profesionales, científicas y técnicas, y Actividades administrativas y servicios auxiliares. En la CNAE-1993 incluyen Comercio, Hostelería, Transporte, Intermediación financiera y Otros servicios de mercado. En ambos casos, Servicios de no mercado comprende el resto de servicios.

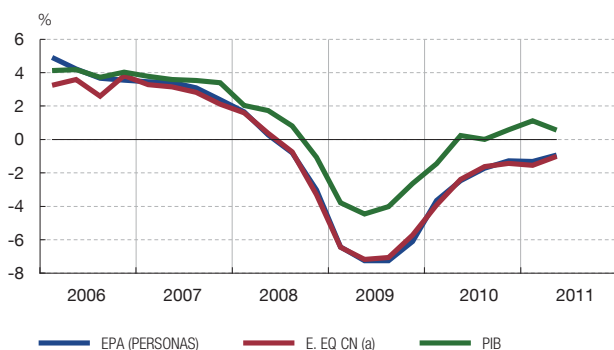
**c** Bajos: sin estudios o solo con estudios primarios; altos: con estudios terciarios.

**d** En porcentaje de asalariados.

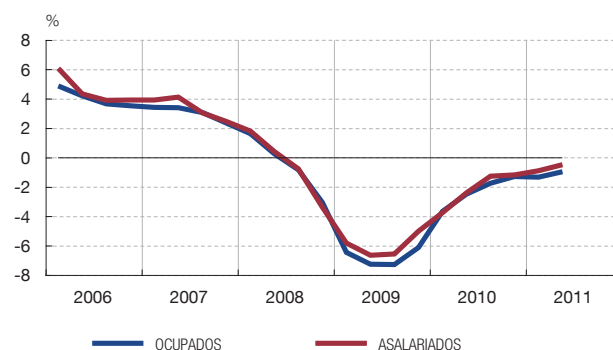
**e** En porcentaje de ocupados.



EMPLEO Y PIB



EL EMPLEO SEGÚN LA EPA



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

EVOLUCIÓN DE LA TASA DE PARTICIPACIÓN SEGÚN LA EPA

CUADRO 2

	2008	2009	2010	2009			2010				2011	
				II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
POBLACIÓN ACTIVA. TASAS INTERANUALES	3,0	0,8	0,2	1,2	0,2	-0,4	-0,4	0,2	0,6	0,6	0,2	0,1
Nacionales	1,5	0,3	0,4	0,5	-0,2	-0,3	-0,2	0,5	0,6	0,8	0,8	0,5
Extranjeros	12,0	3,6	-0,7	5,3	2,5	-1,2	-1,3	-1,5	0,4	-0,6	-2,8	-2,2
POBLACIÓN MAYOR DE 16 AÑOS	1,4	0,6	0,1	0,7	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,0
Nacionales	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
Extranjeros	10,8	3,2	-0,6	4,2	2,1	0,4	-0,4	-0,7	-0,4	-0,7	-1,0	-2,0
TASA DE ACTIVIDAD	59,8	59,9	60,0	60,1	59,8	59,8	59,8	60,1	60,1	60,0	59,9	60,1
Entre 16 y 64 años	73,7	74,0	74,4	74,2	73,9	73,9	74,1	74,5	74,5	74,5	74,4	74,9
POR SEXOS												
Varones	69,5	68,6	68,1	68,9	68,4	68,1	67,9	68,4	68,3	67,7	67,4	67,4
Mujeres	50,5	51,6	52,3	51,6	51,5	51,7	52,0	52,2	52,2	52,6	52,7	53,1
POR EDADES												
Entre 16 y 29 años	67,4	65,6	64,0	65,6	66,3	64,3	63,9	64,1	65,0	63,0	62,0	62,7
Entre 30 y 44 años	86,1	87,0	87,8	87,1	86,6	87,2	87,5	88,0	87,6	88,3	88,5	88,7
De 45 años en adelante	40,0	40,8	41,5	40,9	40,6	41,0	41,2	41,5	41,4	41,7	41,9	42,1
POR FORMACIÓN (a)												
Estudios bajos	29,4	29,1	28,8	29,1	29,0	28,9	29,2	28,8	28,9	28,4	27,6	27,6
Estudios medios	71,7	71,7	71,3	72,1	71,5	71,0	71,0	71,8	71,4	71,1	71,1	71,3
Estudios altos	81,9	81,7	81,1	81,9	81,5	81,4	81,5	81,3	80,9	80,9	81,4	81,4
POR NACIONALIDAD												
Nacionales	57,5	57,5	57,6	57,6	57,4	57,4	57,4	57,7	57,7	57,7	57,7	57,8
Extranjeros	76,7	77,1	76,9	77,5	76,6	76,1	77,3	76,9	77,2	76,2	75,9	76,7

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Bajos: sin estudios o solo con estudios primarios; altos: con estudios terciarios.

	2008	2009	2010	2009			2010				2011	
				II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
DESEMPLEADOS.												
TASAS INTERANUALES	41,3	60,2	11,6	73,7	58,7	34,9	15,0	12,3	10,9	8,6	6,4	4,1
TASA DE PARO	11,3	18,0	20,1	17,9	17,9	18,8	20,0	20,1	19,8	20,3	21,3	20,9
POR SEXOS												
Varones	10,1	17,7	19,7	17,6	17,8	18,6	20,0	19,7	19,3	20,0	20,8	20,6
Mujeres	13,0	18,4	20,5	18,3	18,2	19,1	20,2	20,6	20,4	20,8	21,9	21,3
POR EDADES												
Entre 16 y 29 años	18,4	28,8	32,1	28,4	29,4	30,2	31,8	31,9	31,6	32,8	34,7	34,4
Entre 30 y 44 años	10,0	16,5	18,5	16,4	16,1	17,4	18,5	18,5	18,4	18,7	19,6	19,3
De 45 años en adelante	7,9	12,7	14,7	12,8	12,5	13,4	14,6	14,8	14,2	15,1	15,8	15,3
POR FORMACIÓN (a)												
Estudios bajos	17,1	26,5	30,2	25,9	26,4	28,7	30,0	30,7	29,9	30,4	31,2	31,7
Estudios medios	11,9	19,4	21,5	19,5	19,2	20,2	21,5	21,6	21,0	21,9	23,1	22,5
Estudios altos	5,8	8,3	9,7	8,0	8,5	8,8	9,6	9,2	10,1	10,0	10,8	10,6
POR NACIONALIDAD												
Nacionales	10,2	16,0	18,2	16,0	16,1	16,8	18,0	18,2	18,0	18,5	19,3	18,9
Extranjeros	17,5	28,4	30,2	28,0	27,5	29,7	30,8	30,2	29,3	30,4	32,0	31,9
PARO DE LARGA DURACIÓN												
Incidencia (b)	21,3	28,5	42,5	26,3	29,5	34,5	38,7	42,4	43,1	45,9	46,6	47,8

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Bajos: sin estudios o solo con estudios primarios; altos: con estudios terciarios.

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

términos trimestrales, la creación neta de empleo fue de algo más de 150.000 puestos de trabajo, aunque se estima que, una vez descontados los factores estacionales, no se habría llegado a crear empleo neto en el segundo trimestre del año. En línea con estos resultados, los datos individuales que proporciona la EPA muestran una leve disminución de los flujos de salida del empleo, mientras que las salidas del desempleo se mantuvieron estabilizadas en niveles reducidos.

Con todo ello, la tasa de ocupación, si se considera la población de entre 16 y 64 años, aumentó en seis décimas, hasta el 59,1 %, aunque continúa siendo inferior a la de un año antes. Si se computa para los individuos de entre 20 y 64 años —colectivo para el que se han fijado los nuevos objetivos del Plan Nacional de Reformas (PNR), que se cifran en el 66 % en 2015 y en el 74 % en 2020—, aumentó en esa misma cuantía, hasta el 62,3 %.

La ocupación evolucionó de forma dispar en las distintas ramas de actividad. Destaca el dinamismo observado en los servicios, en los que el empleo acentuó su ritmo interanual de avance en los de mercado (1,1 %) y, más intensamente, en los de no mercado (1,5 %), interrumpiendo la senda de ralentización mantenida por estos últimos desde principios de 2010 (véase cuadro 1). En el resto de ramas prosiguió la destrucción neta de empleo en términos interanuales, si bien resultó más moderada que en el trimestre anterior en la industria (-1,6 %) y en la agricultura (-4,8 %). Por el contrario, en la construcción, se intensificó el retroceso interanual del empleo (-15,9 %), hasta acumular una pérdida interanual de unos 270.000 puestos de trabajo. En conjunto, en la economía de mercado el empleo mantuvo inalterado su ritmo de caída interanual en el 2 %, interrumpiendo la senda de suave moderación en la destrucción de empleo observada desde finales de 2009.

El colectivo de trabajadores por cuenta ajena moderó su descenso interanual hasta el -0,5 %, manteniendo un retroceso inferior al registrado en el colectivo de no asalariados (-3,3 %), como viene ocurriendo durante la actual fase cíclica. De ahí que la tasa de asalariación volviese a repuntar, hasta el 83,6 %, alcanzando un máximo histórico.

Atendiendo al tipo de contrato, la creación de empleo del segundo trimestre del año afectó con mayor intensidad a los trabajadores con contrato temporal, lo que en parte pudo deberse a los factores estacionales ya mencionados. Entre estos últimos, la tasa interanual de crecimiento repuntó hasta el 2,1 %, frente al 0,7 % del trimestre anterior, lo que representa unos 157.000 temporales más que en el período enero-marzo. Por su parte, la contratación indefinida mantuvo una caída interanual muy similar a la del primer trimestre del año (-1,3 %). El mejor comportamiento relativo de la contratación temporal frente a la contratación indefinida que se viene observando desde principios de año, a diferencia de la pauta registrada desde que se iniciara el proceso de destrucción de empleo, refleja la mayor volatilidad del empleo temporal. Como consecuencia de estos movimientos, la ratio de temporalidad experimentó un nuevo repunte, superior en medio punto porcentual en relación con su nivel de un año antes, hasta situarse en el 25,5 %. Por ramas de actividad, el incremento interanual de la ratio de temporalidad se concentró en el sector servicios, donde el empleo mostró un mejor comportamiento relativo en este trimestre.

La estadística de contratos publicada en el SEPE resulta coherente con esta pérdida de dinamismo de la contratación indefinida en el segundo trimestre del año. Así, el peso de los contratos indefinidos sobre el total de contratos retrocedió hasta el 8 %, siete décimas menos que en el mismo período del año anterior. Además, la información disponible del tercer trimestre, que alcanza hasta agosto, muestra un descenso adicional, hasta el 6,7 %. Esta evolución refleja, principalmente, el fuerte descenso de las conversiones de contratos temporales a contratos de fomento, tras el vencimiento del plazo fijado para este tipo de conversiones en la reforma laboral del año pasado (31 de diciembre de 2010). Por su parte, la contratación inicial de fomento mostró también una clara debilidad, por lo que, en conjunto, este tipo de contratos experimentó un retroceso interanual superior al 10 % en el conjunto del segundo trimestre del año. Las recientes medidas aprobadas en el RDL 10/2011<sup>2</sup> pueden contribuir a una cierta recuperación en esta modalidad de contratación, al haberse extendido nuevamente los plazos para la conversión de contratos temporales.

Teniendo en cuenta la desagregación por tipo de jornada, los asalariados a tiempo parcial mantuvieron un dinamismo similar al del primer trimestre (5,1 %, solo una décima menos que en el período enero-marzo), mientras que los de jornada completa atenuaron su ritmo de caída en casi medio punto porcentual (-1,4 %). Como consecuencia, la *ratio* de parcialidad permaneció en el 14,1 %, seis décimas más que un año antes, incremento que se concentró exclusivamente entre los más jóvenes, colectivo sobre el que recaen las medidas de estímulo a la contratación a tiempo parcial aprobadas por el Gobierno en febrero de 2011.

Por sexos, la creación neta de empleo del segundo trimestre del año se manifestó exclusivamente entre el colectivo de mujeres, entre las que el ritmo de variación interanual pasó a ser positivo (1,1 %), abandonando la senda de registros negativos mantenido a lo largo de más de dos años. Esta evolución permitió un repunte de la tasa de ocupación femenina, hasta el 53,5 %, superior en más de un punto porcentual a la del trimestre anterior, y

<sup>2</sup> Véase el recuadro adjunto para un resumen de las principales medidas incluidas en este Real Decreto Ley.

El Gobierno aprobó el pasado 26 de agosto el Real Decreto Ley 10/2011<sup>1</sup>, de medidas urgentes para la promoción del empleo de los jóvenes, el fomento de la estabilidad en el empleo y el mantenimiento del programa de recualificación profesional de las personas que agoten su protección por desempleo. Las principales medidas incluidas en él se exponen en los siguientes párrafos.

En primer lugar, cabe destacar la reformulación del contrato para la formación y el aprendizaje, que, básicamente, amplía temporalmente hasta los treinta años la edad a la que se le puede aplicar, extiende las reducciones de las cuotas de la Seguridad Social existentes para este tipo de contratos y establece que un mínimo del 25 % de la jornada debe emplearse en centros formativos. Con esta medida se pretende mejorar la empleabilidad de un segmento de la población sin cualificación y con elevadas tasas de desempleo.

En segundo lugar, la suspensión temporal de los límites existentes al encadenamiento de contratos temporales, por un plazo de dos años. Dichos límites establecían que, si un trabajador había trabajado para la misma empresa o grupo de empresas, bien directamente o a través de ETT, encadenando contratos temporales en al menos 24

de los últimos 30 meses, adquiriría la condición de empleado indefinido de forma automática. El propósito de esta medida es evitar que los trabajadores temporales que estén a punto de cumplir los plazos anteriores puedan perder su empleo si las empresas no contemplan, en la coyuntura de debilidad actual, la posibilidad de que el puesto de trabajo adquiera el carácter indefinido que automáticamente le conferiría la mera prórroga del contrato.

Por último, la extensión por un plazo de seis meses adicionales del programa PREPARA, que otorga un subsidio de desempleo de unos 400 euros al mes durante medio año a aquellos desempleados que agoten su prestación contributiva —y cumplan otra serie de requisitos económicos—, vinculándolo a la participación en actividades personalizadas de reinserción profesional. El objetivo de esta medida es dar soporte económico a los desempleados en situación más crítica, a la vez que mejorar su empleabilidad.

Adicionalmente, se ha procedido a la extensión por un año de los plazos de conversión de contratos temporales en contratos de fomento que establecía la Reforma Laboral de 2010, y a la demora hasta el primer semestre de 2013 del diseño de un fondo de capitalización del despido, complementada con una prórroga de la financiación por parte de FOGASA de ocho días por año en los despidos objetivos —exigiendo la procedencia del despido a partir de enero de 2012—.

1 El Real Decreto Ley fue convalidado por el Congreso de los Diputados el pasado día 15 de septiembre.

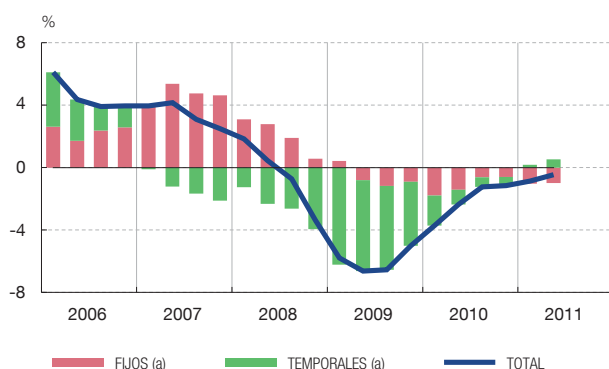
en siete décimas a la de hace un año. Por el contrario, el empleo masculino acentuó su ritmo de caída interanual (–2,6 %). Este comportamiento diferencial amplió de nuevo la brecha existente entre las tasas de variación de ambos colectivos que se había estrechado en el trimestre anterior (véase gráfico 2). En cuanto a la nacionalidad, la creación neta de empleo se concentró en el colectivo de nacionales, que moderaron su ritmo de caída interanual en casi medio punto (–0,4 %), mientras que el de los extranjeros se mantuvo estabilizado (–4,5 %).

Por lo que se refiere a la edad, el número de ocupados disminuyó entre los más jóvenes, acentuándose el ritmo caída interanual (–13,7 %), al contrario de lo ocurrido en el colectivo de mayores de 55 años, entre los que la ocupación intensificó notablemente su ritmo de avance (4,3 %). Los trabajadores con un nivel bajo de estudios siguen mostrando fuertes caídas (–9,6 %), mientras que entre los individuos con estudios superiores prosigue la creación neta de empleo (2,6 %).

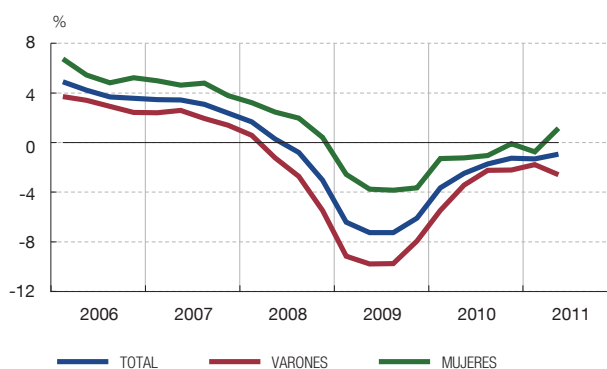
## La población activa

En el segundo trimestre de 2011 la población activa mostró un escaso dinamismo, con una tasa de crecimiento interanual del 0,1 % (véase cuadro 2), una décima menos que en el período enero-marzo. Por su parte, la población en edad de trabajar recortó su avance interanual hasta una tasa nula (desde el 0,2 % mantenido en el último medio año). Detrás de esta evolución se encuentra el comportamiento del colectivo extranjero, que acentuó su caída interanual (–2 %) debido, de nuevo, a las mayores salidas y menores entradas de inmigrantes a lo largo del trimestre. La tasa de participación se mantuvo estabilizada en el nivel de un año antes (60,1 %), aunque, en términos de población de entre 16 y 64 años, experimentase un avance, en relación con el mismo período de 2010, de 0,4 pp, hasta situarse en el 74,9 %.

ASALARIADOS EPA: DESAGREGACIÓN POR DURACIÓN DEL CONTRATO



OCUPADOS EPA: DESAGREGACIÓN POR SEXOS

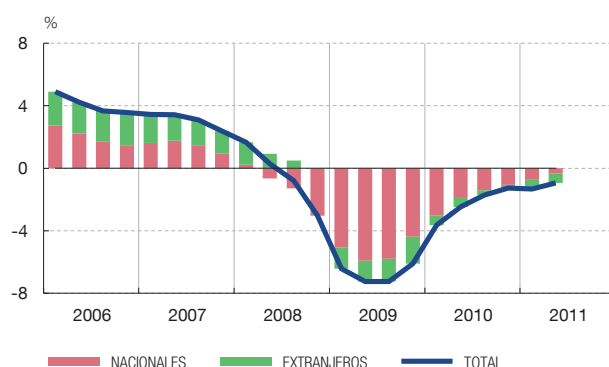


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

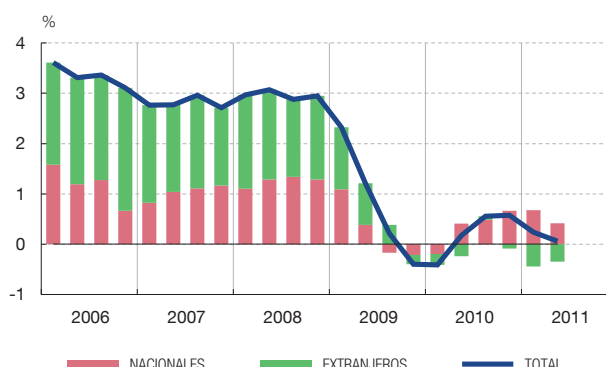
a Contribuciones a la tasa de variación interanual.

OCUPADOS Y ACTIVOS  
Variaciones interanuales y contribuciones por nacionalidad

OCUPADOS



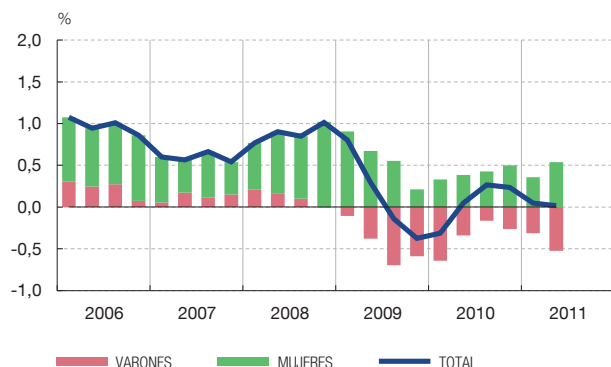
ACTIVOS



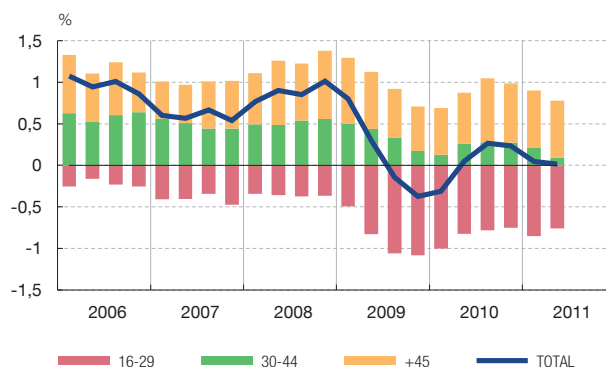
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Detrás de la atonía de la población activa del segundo trimestre se encuentra la pérdida de dinamismo en la participación laboral del colectivo masculino, y en particular de los varones nacionales, entre los que se observó un descenso del  $-0,7\%$ . Esta evolución compensó, en parte, el dinamismo mantenido por sus homólogas femeninas ( $2\%$ ), de forma que se redujo la contribución positiva del conjunto del colectivo nacional al avance de la población activa (véase gráfico 3). En conjunto, la tasa de participación de la población nacional se situó en el  $57,8\%$ , nivel similar a un año antes, mientras que entre los extranjeros, aunque con un nivel superior ( $76,7\%$ ), esta disminuyó dos décimas en términos interanuales. En este último colectivo, la población activa moderó su ritmo de caída interanual ( $-2,2\%$ ) (véase cuadro 2), consecuencia también en este caso del mayor empuje de la actividad entre las mujeres. En conjunto, la tasa de participación femenina global mantuvo un avance sostenido, hasta situarse en el  $53,1\%$ , casi un punto por encima de la de hace un año. Por el contrario, entre los varones retrocedió significativamente, hasta el  $67,4\%$ .

CONTRIBUCIONES POR SEXO



CONTRIBUCIONES POR EDAD



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Por edades, el colectivo de los más jóvenes siguió registrando descensos en su tasa de participación en términos interanuales, hasta situarse en el 62,7 %, compensando el avance de la participación en los otros dos grupos de edad, donde aumentó más de medio punto porcentual (véase gráfico 4). Por estudios, la tasa de participación prolongó su atonía entre los de menor educación (27,6 %) y permaneció estable en el resto, con un retroceso en el colectivo con estudios medios (71,3 %).

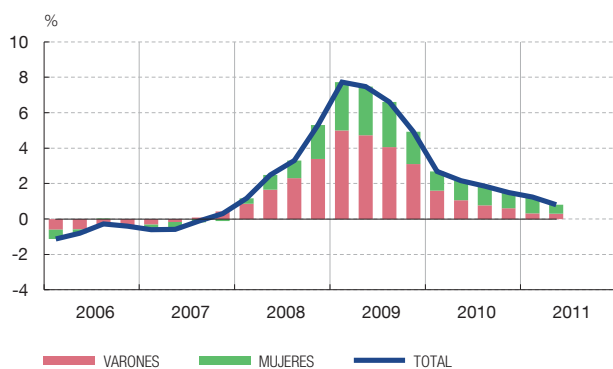
## El desempleo

A lo largo del segundo trimestre, el número de parados disminuyó en algo más de 76.000 personas en relación con los tres primeros meses de 2011, hasta un nivel superior a los 4,8 millones de personas. No obstante, si se descuentan los factores estacionales, se estima un nuevo incremento del desempleo, similar al registrado en el primer trimestre del año. Esta evolución se tradujo en una nueva ralentización de la tasa de crecimiento interanual del desempleo (hasta el 4,1 %), en línea con la moderación también observada en el avance del desempleo que refleja la estadística de paro registrado. No obstante, la información más reciente relativa a este indicador (correspondiente a los meses de julio y agosto) muestra un cierto repunte, hasta tasas interanuales algo por encima del 4 %. En un contexto de atonía de la población activa y de suave deterioro en la ocupación, la tasa de paro se situó en el 20,9 %, ocho décimas por encima de su nivel de un año antes (véase cuadro 3).

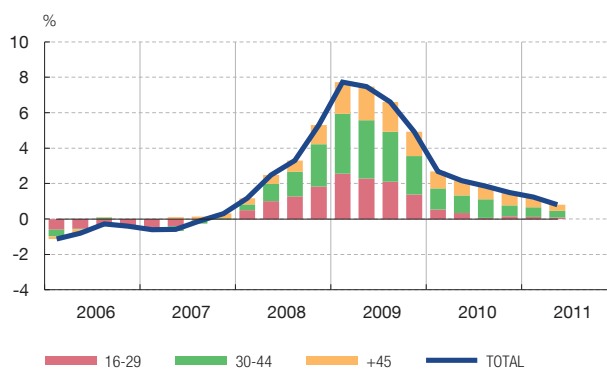
La evolución del desempleo fue similar por sexos (véase gráfico 5), mientras que, según la nacionalidad, el aumento interanual del desempleo fue superior entre los extranjeros, hasta una tasa del 31,9 %, aumentando la diferencia respecto a la población de nacionalidad española (18,9 %). Por otra parte, los más jóvenes y los de menor nivel educativo siguen siendo los colectivos que sufren una mayor incidencia del desempleo. La información desagregada de la EPA confirma que el deterioro del paro entre los extranjeros y los individuos con estudios más bajos se debió, sobre todo, al aumento en las entradas al desempleo en estos dos colectivos, ya que las salidas del desempleo hacia el empleo se mantuvieron estables para los últimos, e incluso crecieron en el caso de los extranjeros.

Finalmente, el número de desempleados que llevan más de un año en paro se cifra en más de 2,3 millones y es superior en unas 23.400 personas al del primer trimestre. De esta forma, la incidencia del paro de larga duración se elevó hasta el 47,8 %, 5,4 pp más que

CONTRIBUCIONES POR SEXO



CONTRIBUCIONES POR EDAD



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

hace un año, y aumentó en mayor medida entre las mujeres —en 6 pp, hasta el 48,9 %— que entre los varones (46,8 %). Por edades, se incrementó en todos los grupos de edad, siendo mayor su incidencia entre los de más edad (casi el 63 %).

16.9.2011.

LA REFORMA DEL MARCO FISCAL EN ESPAÑA: LOS LÍMITES CONSTITUCIONALES  
Y LA NUEVA REGLA DE CRECIMIENTO DEL GASTO PÚBLICO



## LA REFORMA DEL MARCO FISCAL EN ESPAÑA: LOS LÍMITES CONSTITUCIONALES Y LA NUEVA REGLA DE CRECIMIENTO DEL GASTO PÚBLICO

Este artículo ha sido elaborado por Pablo Hernández de Cos, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

En las últimas dos décadas, los países desarrollados han modificado de forma significativa el marco en el que opera la política fiscal, en particular adoptando reglas fiscales que establecen límites explícitos al déficit o la deuda pública y/o a algunas de las partidas presupuestarias con el objetivo de garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas. La evidencia empírica disponible confirma, con carácter general, que las reglas fiscales pueden ser efectivas para lograr y mantener la disciplina presupuestaria [Debrun et ál. (2008) y Comisión Europea (2009)]. Además, se encuentra que su presencia aumenta la probabilidad de éxito de las consolidaciones fiscales, lo que es especialmente relevante en un contexto como el actual, en el que se debe corregir el deterioro de las finanzas públicas generado durante la crisis económica [FMI (2009)]. Esta misma literatura enfatiza, sin embargo, que el diseño de las reglas fiscales condiciona en gran medida su efectividad, de forma que aspectos tales como su definición, los mecanismos de control y aplicación o el procedimiento de corrección en caso de desviaciones resultan cruciales para alcanzar los objetivos [Bohn e Inman (1996) y Ayuso-i-Casals et ál. (2009)].

La importancia de establecer reglas fiscales que obliguen a mantener unas finanzas públicas saneadas se refuerza en el contexto de una unión monetaria, dado que, como se ha podido comprobar en el caso de la crisis de deuda soberana que afecta al área del euro desde principios de 2010, las políticas fiscales inadecuadas de un Estado miembro pueden tener repercusiones negativas sobre el resto de socios y generan tensiones sobre el conjunto de la unión. En la medida en que los mercados financieros no siempre actúan como elemento disuasorio de estas políticas, se hace necesario establecer controles fiscales a los Estados miembros que obliguen a internalizar el efecto de sus decisiones sobre el conjunto de la unión.

Esta argumentación es, de hecho, la que motivó la incorporación al Tratado de la Unión Europea de unos límites al déficit y deuda públicos de los Estados, que fueron complementados por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). Sin embargo, la crisis económica ha puesto de manifiesto los problemas de funcionamiento del PEC, que no fue capaz de promover un saneamiento sostenido de las cuentas públicas durante la fase de expansión, de forma que la crisis llevó a un empeoramiento sin precedentes de la posición y perspectivas fiscales de la mayoría de los países europeos, que, en algunos, casos comenzaron a percibirse como insostenibles.

La respuesta de política económica a la crisis de deuda soberana en el área del euro está siendo muy amplia e incluye, entre otros aspectos, una revisión del marco de gobernanza económica de la UE. Además de la necesidad de crear mecanismos de gestión de crisis, la fuerte interrelación existente entre los problemas macroeconómicos, fiscales y financieros ha revelado la necesidad de una coordinación más amplia e intensa de las políticas económicas en la UEM, lo que se ha concretado en el diseño de un nuevo marco para la vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos y de la evolución de la competitividad [BCE (2011) y Caballero et ál. (2011)].

En materia fiscal, se encuentra pendiente de aprobación una reforma del PEC con el objetivo de fortalecer su implementación. Entre otros aspectos, la reforma reconoce la

importancia de una definición adecuada de los marcos fiscales no solo a nivel europeo, sino también a nivel nacional, por lo que se exige a los Estados miembros unos requisitos mínimos en cuanto a sus marcos fiscales con el fin de que estos contribuyan de una manera más eficaz al logro de la estabilidad presupuestaria. En el mismo sentido, el Pacto por el «euro plus» firmado por los jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro en marzo de 2011 incluyó el compromiso de los Estados de traducir en legislación nacional las normas presupuestarias de la UE establecidas en el PEC.

España contaba ya con las leyes de estabilidad presupuestaria (LEP), que establecen límites al déficit en el que pueden incurrir todos los niveles de las AAPP. Sin embargo, se ha decidido reforzar este marco con la aprobación en septiembre de 2011 de una reforma de la Constitución que incorpora al texto constitucional los límites al déficit y la deuda establecidos a nivel europeo. Previamente, en julio de 2011, se introdujo una regla de crecimiento del gasto público para el Estado y las Corporaciones Locales de mayor tamaño, según la cual el ritmo de aumento de esta variable no podrá superar anualmente la tasa de crecimiento nominal de medio plazo de la economía.

En este artículo se analizan estas modificaciones. Para ello, en el siguiente apartado se describe brevemente la reforma del PEC. La sección tercera analiza la reforma constitucional. La sección cuarta describe la regla de gasto e ilustra su funcionamiento a través de una simulación de cómo habría funcionado una regla de estas características en el período de expansión. La sección quinta concluye.

## La reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento

El marco de reglas fiscales en España se encuentra definido, en primer lugar, por el contenido del Tratado constitutivo de la Unión Europea y del PEC. Este marco define unos límites cuantitativos al déficit y deuda públicos, un mecanismo de supervisión y control del cumplimiento (lo que se conoce como vertiente preventiva del PEC) y un procedimiento para que los países corrijan las desviaciones en caso de que se produzcan (vertiente correctiva del PEC).

En cuanto a los límites, se exige que el déficit público no supere el 3 % del PIB y que la deuda pública se sitúe por debajo del 60 % del PIB. Además, bajo la vertiente preventiva, los saldos públicos deben situarse en una posición «cercana al equilibrio o en superávit» en el medio plazo, cláusula que ha sido interpretada como la necesidad de alcanzar y mantener un saldo público estructural en equilibrio (denominado «objetivo de medio plazo»). Los objetivos de medio plazo son específicos para cada país y dependen, entre otros factores, del nivel de deuda pública, del crecimiento potencial y de los pasivos implícitos, en particular los derivados del envejecimiento de la población sobre las finanzas públicas. En la actualidad, para los países de la zona del euro, estos objetivos se sitúan, en términos de saldo público estructural, entre el -0,5 % del PIB (en Alemania, Irlanda, Holanda y Portugal) y un superávit del 0,5 % (en Bélgica, Luxemburgo y Finlandia). En el caso de España, de acuerdo con la metodología de cálculo de los objetivos de medio plazo acordada por el ECOFIN en julio de 2009 [Comisión Europea (2010)], el déficit estructural podría alcanzar hasta alrededor del 0,5 %, y la actualización del Programa de Estabilidad 2009-2010 fijó este objetivo en un saldo estructural en equilibrio (véase cuadro 1)<sup>1</sup>.

1 Cada Estado miembro presenta su propio objetivo presupuestario a medio plazo en su programa de estabilidad o de convergencia, que no puede superar el derivado de la metodología de cálculo acordada, y es valorado por el Consejo ECOFIN. Estos objetivos se revisan cuando se realiza una reforma estructural importante y, en cualquier caso, cada cuatro años.

Porcentaje del PIB

	Objetivos de medio plazo (a)	Saldo estructural			Saldo observado			Deuda pública		
		1999	2007	2010	1999	2007	2010	1999	2007	2010
Bélgica	0,5	-1,4	-1,4	-2,8	-0,6	-0,3	-4,1	113,7	84,2	96,8
Alemania	-0,5	-1,6	-0,5	-2,2	-1,5	0,3	-3,3	60,9	64,9	83,2
Estonia	0,0	-1,8	-1,0	2,5	-3,5	2,5	0,1	6,0	3,7	6,6
Irlanda	-0,5	1,3	-1,8	-30,3	2,7	0,1	-32,4	48,5	25,0	96,2
Grecia	0,0	-3,4	-7,5	-8,2	-3,1	-6,4	-10,5	94,0	105,4	142,8
España	0,0	-2,0	1,3	-7,0	-1,4	1,9	-9,2	62,3	36,1	60,1
Francia	0,0	-2,4	-3,7	-5,1	-1,8	-2,7	-7,0	58,8	63,9	81,7
Italia	0,0	-1,6	-3,0	-2,9	-1,7	-1,5	-4,6	113,7	103,6	119,0
Chipre	0,0	-4,4	2,7	-4,6	-4,3	3,4	-5,3	51,8	58,3	60,8
Luxemburgo	0,5	2,1	1,9	0,1	3,4	3,7	-1,7	6,4	6,7	18,4
Malta	0,0	-8,4	-2,1	-3,5	-7,7	-2,4	-3,6	57,1	62,0	68,0
Países Bajos	-0,5	-0,5	-0,9	-3,8	0,4	0,2	-5,4	61,1	45,3	62,7
Austria	0,0	-3,0	-2,0	-3,7	-2,3	-0,9	-4,6	67,2	60,7	72,3
Portugal	-0,5	-3,7	-3,4	-8,8	-2,7	-3,1	-9,1	49,6	68,3	93,0
Eslovenia	0,0	-3,4	-2,9	-3,0	-3,0	-0,1	-5,6	24,3	23,1	38,0
Eslovaquia	0,0	-6,7	-3,6	-7,4	-7,4	-1,8	-7,9	47,8	29,6	41,0
Finlandia	0,5	0,3	2,6	0,2	1,6	5,2	-2,5	45,7	35,2	48,4

FUENTES: Comisión Europea (2010) y AMECO.

a Los objetivos de medio plazo se establecen en términos de saldo estructural.

La vertiente preventiva del PEC consiste en el seguimiento periódico de las finanzas públicas nacionales por parte de la Comisión y del Consejo sobre la base de los Programas de Estabilidad y Convergencia que los Estados miembros presentan anualmente. En este marco de supervisión se evalúa la consecución de los objetivos de medio plazo y el patrón de aproximación al mismo. Por su parte, en la vertiente correctiva se establece un procedimiento, denominado «de déficit excesivo», para los casos de superación de los márgenes, que incluye la fijación de unos plazos para la corrección, cuyo incumplimiento puede dar lugar a distintas sanciones «reputacionales» o financieras.

La experiencia de la última década ha revelado, sin embargo, problemas de funcionamiento del PEC, de forma que no fue capaz de promover un saneamiento de las cuentas públicas durante la fase de expansión (véase cuadro 1). El déficit estructural en 2007, año previo a la crisis económica, se situó en el -1,7 % del PIB en el área del euro, una cifra muy similar a la observada en 1999, año de inicio de la tercera fase de la UEM, de forma que solo cinco países de los que integran hoy el área del euro habían alcanzado sus objetivos de medio plazo (Alemania, España, Chipre, Luxemburgo y Finlandia). En ese mismo año 2007, ocho países mantenían una ratio de deuda pública por encima del 60 %. Con este punto de partida, al que se sumó el impacto de la crisis económica sobre las finanzas públicas y sobre las perspectivas de crecimiento, se produjo durante la crisis un deterioro muy significativo de la situación presupuestaria de la mayoría de los países europeos.

En el contexto de la reforma del marco de gobernanza europeo que se está llevando a cabo, el fortalecimiento del PEC tiene, por tanto, una importancia crucial [Comisión

Europea (2011)]. La reforma que se encuentra pendiente de aprobación<sup>2</sup> prevé, en primer lugar, un reforzamiento de la vertiente preventiva con la incorporación de la evolución del gasto en la evaluación del cumplimiento de los objetivos presupuestarios a medio plazo de los países, de forma que la tasa de crecimiento del gasto público no debería exceder el crecimiento del PIB a medio plazo a menos que esté acompañada por incrementos discrecionales de los ingresos públicos. Con esta medida se intenta evitar que, como sucedió antes de la crisis en algunos países, una evolución muy positiva de los ingresos públicos, asociada a factores extraordinarios, como, por ejemplo, un excesivo crecimiento de los activos financieros e inmobiliarios, permita un crecimiento del gasto público también excesivo. De hecho, se puede comprobar que un cumplimiento estricto de esta regla habría llevado a una situación mucho más saneada en la mayoría de los países europeos durante la década previa a la crisis económica [Banco de España (2011)].

En segundo lugar, se pretende reforzar el criterio de la deuda pública, ante la constatación de que había sido en gran medida ignorado en el pasado y ante la ausencia de criterios cuantitativos para la evaluación de su ritmo de reducción. La reforma exigirá a los Estados miembros que presenten un nivel de deuda superior al 60 % del PIB que avancen más rápidamente hacia sus objetivos presupuestarios de medio plazo. Además, los Estados miembros con ratios de deuda que excedan el valor de referencia del 60 % del PIB estarán sujetos a la aplicación del procedimiento de déficit excesivo, a menos que el ritmo de descenso de la deuda en un período determinado se considere satisfactorio.

La Comisión ha propuesto el empleo de un criterio numérico para evaluar si la ratio de deuda pública de un país está reduciéndose a un ritmo satisfactorio que consiste en que, en los tres años anteriores a la valoración, esta debería haber descendido en promedio en una vigésima parte de la cantidad en la que difiere del valor de referencia del 60 %. En el cuadro 2 se presenta una simulación de la dinámica de la ratio de deuda pública sobre PIB entre 1998 y 2007 en los países del área del euro, bajo el supuesto de que este criterio hubiera sido aplicable. Se observa que, aunque en términos del conjunto del área el impacto habría sido reducido, su aplicación habría tenido un efecto muy significativo en los países con mayores ratios de deuda pública sobre PIB. En concreto, Grecia e Italia habrían reducido esta ratio por debajo del 100 % en 2007, un nivel inferior en cerca de 20 y 10 puntos porcentuales, respectivamente, a su valor observado. En el caso de Bélgica, sin embargo, las simulaciones muestran que el esfuerzo realizado fue superior al exigido por la regla.

En tercer lugar, se incluyen nuevas obligaciones de información y nuevas sanciones financieras para los países de la zona del euro, que serán de aplicación antes y de manera más gradual y gozarán de un mayor automatismo en su aprobación.

Por último, los marcos presupuestarios nacionales deberán ajustarse a un conjunto de requisitos mínimos relativos a los sistemas de contabilidad y estadísticas públicos, reglas fiscales numéricas, sistemas de previsión, objetivos presupuestarios efectivos a medio plazo, y cobertura de todos los subsectores de las Administraciones Públicas. Más allá de estos requisitos mínimos, se promoverá, además, el empleo de procesos presupuestarios de arriba hacia abajo, así como el papel de consejos fiscales, encargados de ofrecer

---

2 Tras una serie de reuniones entre mayo y septiembre de 2011, el 14 de septiembre el Parlamento Europeo y el Consejo llegaron a un acuerdo sobre la reforma de la gobernanza, que el Parlamento prevé adoptar en su pleno entre el 26 y 29 de septiembre, y el Consejo, el 4 de octubre de 2011.

Porcentaje del PIB

	Deuda 1998	Deuda 2007	
		Observada	Simulación
Bélgica	117,4	84,2	83,1
Alemania	60,3	64,9	59,9
Estonia	5,5	3,7	3,7
Irlanda	53,6	25,0	25,0
Grecia	94,5	105,4	79,0
España	64,1	36,1	36,1
Francia	59,4	63,9	60,2
Italia	114,9	103,6	91,3
Chipre	58,6	58,3	48,7
Luxemburgo	7,1	6,7	6,7
Malta	53,4	62,0	49,7
Países Bajos	65,7	45,3	45,3
Austria	64,8	60,7	57,2
Portugal	50,4	68,3	62,5
Eslovenia	23,3	23,1	23,1
Eslovaquia	34,5	29,6	29,6
Finlandia	48,4	35,2	35,2

FUENTES: AMECO y Banco de España.

a El cuadro compara el nivel observado en la ratio de deuda en los países de la zona del euro en 1998 y 2007 (columnas 2 y 3, respectivamente), con una simulación basada en la propuesta de reducción de la deuda de la reforma del Pacto de Estabilidad (columna 4). En la simulación, una ratio de deuda superior al valor de referencia en el año  $t$  se reduce en  $t+1$  en  $1/20$  de la distancia entre su nivel y el 60 %. En el caso de que la reducción anual observada en la ratio de deuda fuera en un año superior a  $1/20$ , se mantiene la reducción observada en ese año.

análisis, valoraciones y previsiones independientes en relación con cuestiones de política fiscal nacional.

En esta misma línea, el Pacto por el euro plus, firmado en abril de 2011 por los jefes de Estado o de Gobierno de la zona del euro para reforzar la coordinación de la política económica a favor de la competitividad y la convergencia, señala como uno de sus objetivos esenciales la necesidad de que los Estados traduzcan en legislación nacional las normas presupuestarias de la UE establecidas en el PEC. En este sentido, se subraya que, aunque los Estados miembros pueden seleccionar el instrumento jurídico nacional específico que se emplee para efectuar esta traslación, deben asegurarse de que posea un carácter vinculante y duradero suficientemente sólido (por ejemplo, constitucional o de ley marco). La formulación exacta de la norma también será decidida por cada país, si bien deberá asegurar la disciplina presupuestaria tanto en el plano nacional como en otros niveles territoriales.

Es en este contexto en el que se enmarca la reforma reciente del marco presupuestario en España. En efecto, el marco presupuestario nacional se encuentra definido desde 2001 por las LEP, que fueron con posterioridad modificadas en 2006. Estas leyes establecen unos límites al déficit en el que pueden incurrir todos los niveles de las AAPP. Igualmente, detalla un procedimiento de fijación de los objetivos y de seguimiento de los mismos, así como, en su caso, las consecuencias en caso de incumplimiento (véase recuadro 1 sobre el contenido de las LEP). Las reformas aprobadas en los últimos meses refuerzan este marco con la incorporación de los límites fiscales a nuestra Constitución, así como la introducción de una regla de evolución del gasto público ligada al crecimiento económico de medio plazo. A continuación se analizan estos cambios en detalle.

Las Leyes de Estabilidad establecen unos límites al déficit en el que pueden incurrir todos los niveles de las AAPP en España, así como las entidades públicas empresariales. Igualmente, detalla un procedimiento de fijación de los objetivos y de seguimiento de los mismos, así como, en su caso, las consecuencias en caso de incumplimiento.

En concreto, de acuerdo con la LEP, la Administración Central y las CCAA y las Entidades Locales de tamaño elevado<sup>1</sup> tienen la obligación de presentar un saldo público equilibrado a lo largo del ciclo económico. En el caso de que se prevea un crecimiento económico inferior al 2 %<sup>2</sup>, el déficit en que podrán incurrir estas AAPP no podrá ser superior al 1 % del PIB<sup>3</sup>. Si el crecimiento económico se sitúa entre el 2 % y el 3 %, las AAPP deberán presentar equilibrio presupuestario, y, si el crecimiento supera el 3 %, deberán alcanzar superávit. Además, a estos límites se les puede añadir un 0,5 % adicional para financiar incrementos de inversión, incluida la destinada a investigación, desarrollo e innovación<sup>4</sup>. El resto de Entidades Locales deberán presentar siempre situaciones de equilibrio o superávit presupuestario. En el caso del sistema de la Seguridad Social, su objetivo de estabilidad se fijará atendiendo a las previsiones de evolución demográfica y económica a medio y largo plazo.

Dada la elevada descentralización fiscal en España, en que las CCAA y las CCLL son responsables de una buena parte de las políticas de ingresos y gastos públicos, la normativa española establece requisitos adicionales para estas entidades. En el caso de las CCAA, su ley orgánica de financiación establece límites a su capacidad de endeudamiento. En concreto, permite a las CCAA realizar operaciones de crédito por plazo inferior a un año para cubrir necesidades transitorias de tesorería, pero, en el caso de las de plazo superior a un año, sus recursos deben destinarse exclusivamente a la realización de gastos de inversión y, además, el importe total de la amortización anual no puede exceder el 25 % de los ingresos corrientes de la Comunidad Autónoma. Asimismo, en el caso de las operaciones de crédito en el extranjero y de la emisión de deuda pública, se exige autorización previa del Estado. Límites similares existen en el caso de las Entidades Locales.

Por otra parte, además de la extensión de las reglas fiscales a los niveles inferiores de gobierno, la Ley de Estabilidad incluye una cláusula que establece que el Estado no se hará cargo de la finan-

ciación de los déficits o deuda pública de los niveles inferiores de gobierno. Esta cláusula, similar a la que existe a nivel europeo, trata de evitar que el coste de los comportamientos fiscales inadecuados en una región se traslade al resto o al Estado central, y es fundamental para que el mercado de capitales mantenga un efecto disciplinador relevante a partir de la discriminación entre las primas de riesgo de la deuda de las distintas Administraciones.

En cuanto al procedimiento de fijación de los objetivos, se parte de la elaboración de un informe que evalúa la fase del ciclo para los siguientes tres años<sup>5</sup>. Sobre esta base, la LEP obliga a que en el primer semestre de cada año el Gobierno fije el objetivo de estabilidad presupuestaria referido a los tres ejercicios siguientes, tanto para el conjunto de las AAPP como para cada uno de los agentes que lo componen<sup>6</sup>, y del límite de gasto del Estado, que deben ser aprobados por el Parlamento. Una vez aprobado, la fijación del objetivo fiscal individual de cada comunidad autónoma se efectúa en una negociación bilateral entre el Ministerio de Economía y Hacienda y los representantes de cada comunidad autónoma en el CPFF.

En cuanto al procedimiento de seguimiento, se establece que antes del 1 de octubre de cada año el Ministerio de Economía y Hacienda debe elevar al Gobierno un informe sobre el grado de cumplimiento de los objetivos, así como de la evolución cíclica real del ejercicio y las desviaciones respecto de la previsión inicial. En el caso de que se aprecie un riesgo de incumplimiento, se podrá formular una advertencia a la Administración responsable. Si el incumplimiento consiste en un mayor déficit del fijado, se exige, además, la formulación de un plan económico-financiero de reequilibrio a un plazo máximo de tres años.

Por último, se establece que, si la desviación respecto a los objetivos de una Administración provoca un incumplimiento del PEC, esta asumirá la parte proporcional que le sea imputable de las responsabilidades que de tal incumplimiento se deriven. Adicionalmente, en el caso de las CCAA y las Entidades Locales, el cumplimiento se tendrá en cuenta en la autorización de operaciones de crédito y emisiones de deuda que debe efectuar el Estado. En concreto, en los supuestos de incumplimiento del objetivo de estabilidad que consista en un mayor déficit del fijado, todas las operaciones de endeudamiento de la comunidad autónoma precisarán de autorización del Estado<sup>7</sup>.

1 En concreto, aquellas que sean capitales de provincia, o de comunidad autónoma, o que tengan una población igual o superior a 75.000 habitantes.

2 Estos umbrales de crecimiento que determinan la posibilidad de alcanzar un déficit, equilibrio o superávit se fijan, para un período de tres años, por el Consejo de Ministros, a propuesta del ministro de Economía y Hacienda y previo informe del Consejo de Política Fiscal y Financiera de las Comunidades Autónomas y de la Comisión Nacional de Administración Local.

3 Que se distribuye en un límite del 0,2 % del PIB para el Estado, del 0,75 % del PIB para el conjunto de las CCAA y del 0,05 % del PIB para las entidades locales de tamaño elevado.

4 Este 0,5 % del PIB adicional se reparte en un 0,2 % del PIB para el Estado, el 0,25 % del PIB para el conjunto de las CCAA y el 0,05 % para las Entidades Locales mencionadas.

5 Este informe es elaborado por el Ministerio de Economía y Hacienda, previa consulta al Instituto Nacional de Estadística y al Banco de España sobre la posición cíclica de la economía española, y teniendo en cuenta las previsiones del Banco Central Europeo y de la Comisión Europea.

6 El MEH es también el encargado de formular la propuesta de objetivo de estabilidad para el conjunto de las CCAA y de las entidades locales, que debe ser sometido a informe previo del Consejo de Política Fiscal y Financiera (CPFF) y de la Comisión Nacional de Administración Local (CNAL), respectivamente, antes de su aprobación por el Gobierno.

7 No obstante, si la Comunidad Autónoma hubiera presentado el plan económico-financiero al Consejo de Política Fiscal y Financiera de las Comunidades Autónomas y las medidas contenidas en él hubieran sido declaradas idóneas por dicho Consejo, no precisarán de autorización del Estado las operaciones de crédito a corto plazo que no sean consideradas financiación exterior.

## La reforma constitucional

### CONTENIDO

La reforma eleva a rango constitucional la obligación de que todas las Administraciones Públicas adecuen sus actuaciones al principio de estabilidad presupuestaria. En concreto, establece que el Estado y las Comunidades Autónomas no podrán incurrir en un déficit estructural que supere los márgenes establecidos, en su caso, por la Unión Europea. Por su parte, las Corporaciones Locales deberán mantener un saldo público equilibrado.

En el caso de la deuda pública, se señala que su peso sobre el PIB no podrá superar el valor de referencia establecido en el Tratado de la Unión Europea, es decir, el 60 %, y se otorga una prioridad absoluta al pago de los gastos de intereses y del capital de la deuda pública sobre el resto de compromisos presupuestarios.

Los límites de déficit estructural y de volumen de deuda pública solo podrán superarse en caso de catástrofes naturales, recesión económica o situaciones de emergencia extraordinaria que escapen al control del Estado y perjudiquen considerablemente la situación financiera o la sostenibilidad económica o social del Estado, lo que requerirá la mayoría absoluta de los miembros del Congreso de los Diputados.

Los detalles sobre estas excepciones, la forma en que deben corregirse las desviaciones y la responsabilidad de cada Administración Pública en caso de que se produzcan, la definición de los mecanismos que permitan el cumplimiento del límite de deuda y la metodología de cálculo del déficit estructural se deberán establecer en una ley orgánica de desarrollo que deberá estar aprobada antes del 30 de junio de 2012.

La reforma entra en vigor el día de su publicación en el BOE, con la excepción de los límites de déficit estructural que se aplicarán a partir de 2020.

### ANÁLISIS DE LA REFORMA

#### El rango constitucional

La principal novedad de la reforma en relación con el marco fiscal preexistente consiste en incorporar a la Constitución los límites de déficit y deuda públicos establecidos a nivel europeo. En este sentido, la literatura económica subraya que un mayor rango legal puede mejorar la efectividad de la regla, bajo el argumento de que se dificulta su eliminación o modificación según la política del Gobierno de turno, dado que esto exige normalmente mayorías parlamentarias más amplias. Además, el rango constitucional le otorga una supremacía sobre el resto de leyes elaboradas por los Parlamentos nacionales, que obliga a que estas deban elaborarse de forma compatible con los límites fiscales incluidos en aquella.

La evidencia empírica disponible sobre esta cuestión es escasa y no suficientemente concluyente, dado que son muy pocos los países que han incorporado su regla fiscal en la Constitución (véase cuadro 3). Para la UE, Iara y Wolff (2010) encuentran que cuanto mayor es el rango de la legislación en el que se establecen los límites fiscales, mayor es su efectividad, mientras que para Estados Unidos, en cambio, no parece que la incorporación a la Constitución en algunos Estados haya generado efectos significativos en términos de disciplina presupuestaria [Hou y Smith (2010)]<sup>3</sup>.

En el caso español, el elevado grado de descentralización fiscal existente puede resultar un argumento adicional en favor del rango constitucional, dado que facilita su exigencia a todas las Administraciones Públicas, y en particular a las Administraciones Territoriales.

<sup>3</sup> La evidencia para Estados Unidos es, en principio, más sólida que la disponible para la UE, ya que se basa en periodos largos de tiempo (1978-2004) en los que hay más observaciones con reglas fiscales incorporadas en la Constitución de los Estados Federados.



	Tipos de reglas fiscales			
	Gasto	Ingreso	Saldo	Deuda
Compromisos políticos	9	6	4	3
Acuerdos de coalición	2	1	1	2
Legales	14	3	13	7
Tratados internacionales			41	47
Constitución			4	3
<b>TOTAL</b>	<b>25</b>	<b>10</b>	<b>63</b>	<b>62</b>

FUENTE: FMI (2009), *Fiscal rules-Anchoring expectations for sustainable public finances*.

a La suma por columnas puede dar lugar a un número mayor que el total de países con reglas, dado que en muchos países se aplican simultáneamente varias reglas.

De hecho, la norma constitucional española cubre, como también lo hacían las LEP, a todas las Administraciones Públicas, y menciona de forma explícita al Estado central, las CCAA y las Corporaciones Locales. Por su parte, las Administraciones de la Seguridad Social se encuentran también incluidas, al formar parte del conjunto de AAPP<sup>4</sup>.

El límite al déficit público en términos estructurales

En cuanto a la elección de la variable objetivo de la norma, la reforma se refiere al déficit público en términos estructurales<sup>5</sup>, pero no fija un límite numérico explícito como sucede, por ejemplo, en el caso de la Constitución alemana, sino que se remite a los márgenes establecidos por la Unión Europea. Como se señaló en el apartado anterior, el principal límite sobre el déficit estructural existente a nivel europeo es el incluido en la vertiente preventiva del PEC, que establece la necesidad de alcanzar los objetivos de medio plazo, que, en el caso español, fue definido por el Programa de Estabilidad 2009-2010 como un saldo estructural equilibrado. En todo caso, la magnitud de este objetivo depende del nivel de endeudamiento público, el crecimiento potencial y los pasivos implícitos, de forma que se podría exigir incluso un superávit estructural en el caso de que el país presente, por ejemplo, una ratio de deuda pública sobre PIB elevada o se produjera un deterioro de las perspectivas de crecimiento de medio y largo plazo. La referencia a la Unión Europea podría entenderse de manera que, si España se encontrara en alguna de estas circunstancias, el requerimiento constitucional podría llegar a implicar la exigencia de un superávit estructural. Además, puede dotar de mayor flexibilidad a la fijación de los objetivos, adecuándolos de forma automática a los acuerdos europeos.

En todo caso, el acuerdo político que acompaña a la reforma constitucional establece que el límite al déficit estructural se fijará en una ley orgánica y será del 0,4 % del PIB (0,26 % correspondiente al Estado y 0,14 % a las CCAA), cifra que se sitúa ligeramente por encima del objetivo de medio plazo fijado en el Programa de Estabilidad 2009-2010, pero que respeta el definido según la metodología de cálculo acordada. Esta magnitud es similar a la establecida en la reforma de la Constitución alemana, que lo sitúa en el 0,35 % del PIB para el déficit anual ajustado de ciclo de la Administración Central, mientras que, en el caso de los Estados federales, es del 0 %. En el caso español, la fijación del límite numérico

4 En el caso de las Administraciones de la Seguridad Social, la ley orgánica de desarrollo deberá detallar qué se entiende por estabilidad presupuestaria. Debe recordarse que la LEP establece que el objetivo de estabilidad para la Seguridad Social se debe fijar atendiendo a las previsiones de evolución demográfica y económica a medio y largo plazo. Podría haberse optado por incluir esta definición en la Constitución, lo que habría dado cobertura constitucional a la necesidad de garantizar la sostenibilidad del sistema de pensiones en el medio y largo plazo sobre la base de las previsiones demográficas y macroeconómicas disponibles.

5 El texto constitucional no efectúa ninguna referencia al déficit observado. En todo caso, el límite del 3 % del Tratado de la UE sigue siendo de aplicación.



y su distribución entre Estado y CCAA en la ley supone permitir que estos sean modificados, como cualquier ley orgánica, por mayoría absoluta del Congreso, frente al requisito de los tres quintos que requiere la modificación de la Constitución<sup>6</sup>.

La definición del límite en términos de déficit estructural introduce una dificultad práctica, dado que esta variable no es observable y requiere ser estimada<sup>7</sup>. En concreto, el cálculo del déficit estructural se obtiene como diferencia entre el déficit observado y el déficit cíclico<sup>8</sup>, y este último se calcula mediante la aplicación de las elasticidades de los ingresos y gastos públicos a la desviación, u *output gap*, entre el PIB observado y el potencial o tendencial. Sin embargo, las estimaciones del *output gap* y de la elasticidad de los ingresos y gastos públicos no están exentas de controversia, dado que existen diferentes métodos disponibles en la literatura económica que presentan resultados también distintos. La reforma establece que será la ley orgánica de desarrollo la que determine «la metodología y el procedimiento para el cálculo del déficit estructural». Sería deseable que se optara por un método que fuera fácilmente replicable y que pudiera ponerse a disposición de todos los analistas. En el caso de la reforma constitucional alemana, se decidió, por ejemplo, aplicar el mismo método que se utiliza en la actualidad en la Unión Europea, desarrollado por la Comisión Europea de forma conjunta con los Estados miembros.

En el caso del *output gap* debe tenerse en cuenta, además, que las estimaciones requieren de proyecciones macroeconómicas y son objeto frecuente de revisiones con la incorporación de nueva información disponible o derivadas de errores de previsión, que pueden alterar también los cálculos del déficit estructural. Se hace necesario, por tanto, establecer el tratamiento de estas revisiones<sup>9</sup>. En general, los cálculos del déficit estructural deben basarse en estimaciones prudentes del crecimiento del producto potencial de la economía, que eviten considerar como mejoras estructurales del déficit público aquellas que son meramente cíclicas.

La utilización del déficit en términos estructurales tiene la ventaja principal de que permite mantener el papel estabilizador de la política fiscal (véase gráfico 1)<sup>10</sup>. En efecto, el componente cíclico del déficit se reduce (aumenta) en periodos de expansión (recesión) económica, dado que los ingresos públicos tienden a crecer (disminuir) y el gasto público a reducirse (aumentar) por la mera actuación de los estabilizadores automáticos, generando un efecto estabilizador sobre la economía. Los límites constitucionales podrían permitir una actuación discrecional contracíclica de la política fiscal, más allá de la derivada de los estabilizadores automáticos, pero ello requeriría alcanzar superávits estructurales en las épocas de bonanza económica.

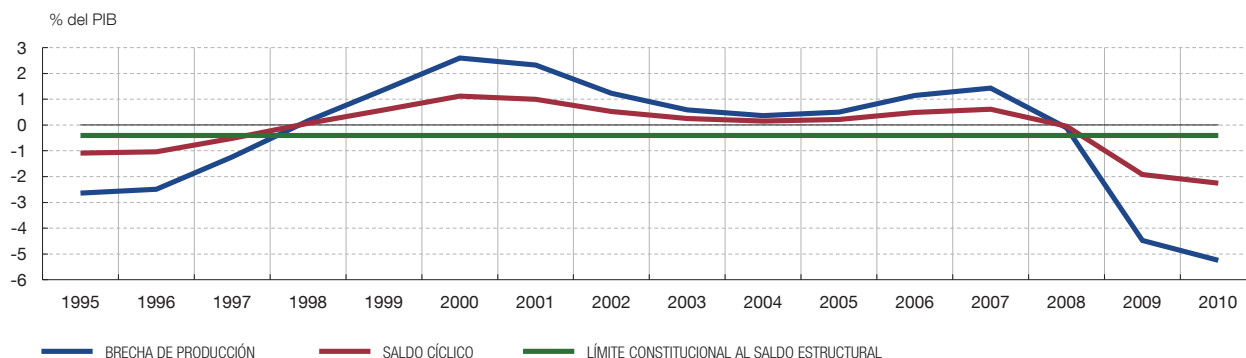
6 En este sentido, el Acuerdo Político que acompaña a la reforma constitucional señala que «[l]os límites referidos al déficit estructural, así como la senda para la consecución del objetivo de deuda en 2020, podrán ser objeto de revisión en 2015 y en 2018, a iniciativa de cualquiera de las partes que suscriben este acuerdo».

7 El sistema establecido en la ley de estabilidad tampoco estaba exento de problemas, dado que requería fijar los umbrales que determinaban la exigencia de superávit, equilibrio o déficit.

8 El cálculo del saldo estructural requiere, además, ajustar este último por los factores temporales o excepcionales.

9 En el caso de la regla constitucional alemana, se corrige el resultado ex post del saldo estructural por el error en la previsión del PIB real. En el caso de la regla constitucional suiza, sin embargo, cuando se produce una desviación respecto al límite de la regla derivada de un error de proyección se incluye en su totalidad en una cuenta notional.

10 En el caso de las Corporaciones Locales, el límite se establece en términos del déficit observado. Este es el criterio que seguían también las LEP, aunque en este caso sí se permitía a los ayuntamientos de mayor tamaño alcanzar un déficit del 0,05 % del PIB cuando el crecimiento económico fuera inferior al 2 %. Los ingresos de las Corporaciones Locales pueden presentar una cierta respuesta cíclica en sus ingresos, dado que cuentan con una participación en los ingresos tributarios del Estado (que depende de la evolución de estos) y, en el caso de los grandes municipios, con la cesión de un porcentaje del IRPF, IVA y los impuestos especiales. Por lo tanto, el cumplimiento de los límites establecidos en la Constitución obligará a que estas entidades deban alcanzar un superávit estructural en las expansiones, que les permita compensar el impacto negativo sobre la recaudación en las épocas de desaceleración sin tener que aplicar medidas compensatorias de ajuste.



FUENTE: AMECO.

La fijación del límite en términos de déficit estructural tiene algunas ventajas frente a las LEP actuales, que establecen la necesidad de superávit, equilibrio presupuestario o déficit en función de unos umbrales de crecimiento del PIB real. En particular, estos umbrales crean discontinuidades que no resultan deseables. Por ejemplo, una previsión de crecimiento del 1,9 % permitía presupuestar un déficit de hasta el 1 % (sin incluir el déficit por inversión productiva), mientras que, si se prevé un crecimiento de una décima superior, debía presupuestarse en equilibrio. Además, tampoco existía una relación directa entre el crecimiento por encima del umbral fijado y la cuantía del superávit, de forma que no se garantizaba que un período continuado de expansión se materializara en un superávit importante (un superávit del 0,1 % del PIB era suficiente para cumplir la regla). Por el contrario, con la nueva definición se exige que, en épocas de bonanza económica, se ahorre toda la parte correspondiente al saldo cíclico, que, además, será proporcional a la expansión económica (véase gráfico 1).

Con carácter general, se podría afirmar que la nueva regla exigirá superávits más elevados que los derivados de la LEP en las épocas de expansión. Por ejemplo, sobre la base de una elasticidad del déficit al *output gap* del 0,4, en una situación de un *output gap* positivo de una magnitud equivalente al 3 % del PIB, el superávit fiscal deberá ser de al menos el 0,8 %, mientras que, en el caso de la ley de estabilidad, bastaba con un superávit del 0,1 % (y siempre que el crecimiento del PIB real superara el 3 %). Además, elimina el techo del 1,5 % para el déficit total de la actual LEP, dando más margen en las épocas de recesión. Por ejemplo, en el caso de que se alcanzara un *output gap* negativo del 5 % del PIB, la nueva pauta permitiría un déficit de hasta el 2,4 % del PIB.

Otra diferencia de la nueva normativa respecto a las leyes de estabilidad consiste en que el nuevo límite estructural no puede modificarse por la existencia de gastos de inversión. Existen argumentos que justifican dejar fuera de la definición de la regla a la inversión pública (en aplicación de lo que se conoce como «regla de oro»), que se basan, sobre todo, en el hecho de que existe evidencia que muestra que este tipo de gastos pueden tener efectos positivos sobre el crecimiento en el largo plazo. Sin embargo, la exclusión del gasto de inversión plantea también problemas. En primer lugar, no todo el gasto de inversión es necesariamente productivo. En segundo lugar, existen gastos clasificados como corrientes que pueden tener efectos sobre la productividad de largo plazo incluso superiores (por ejemplo, el gasto en educación). Por otra parte, la distinción contable entre gastos corrientes y de capital no es siempre fácil, de manera que excluir el gasto en inversión puede generar incentivos a contabilizar en este segundo grupo gastos de carácter

corriente. De hecho, algunos países que contaban en el pasado con «reglas de oro», como Reino Unido y Alemania, han renunciado a ellas recientemente.

#### El límite a la deuda pública

La reforma establece un límite explícito a la deuda pública, lo que supone un reforzamiento adicional del compromiso con la disciplina presupuestaria. La deuda pública es, de hecho, la variable clave para medir la sostenibilidad de las finanzas públicas; y, dado que la necesidad de cumplir el criterio de deuda en el Pacto de Estabilidad ha tenido en el pasado una interpretación más suave que en el caso del déficit, la introducción de un límite constitucional puede otorgar operatividad a la exigencia europea en el caso español. Además, evita que queden fuera del ámbito de la regla aquellas operaciones presupuestarias que no se contabilizan en el déficit público, pero que sí generan un incremento de las necesidades de endeudamiento.

Por otra parte, la Constitución establece que el procedimiento de reducción de la ratio de deuda pública sobre PIB si se supera el techo europeo se detallará en la ley orgánica de desarrollo. Este procedimiento debería cumplir, al menos, con las pautas de reducción del exceso de deuda por encima del 60 % del PIB que establece la nueva reforma del Pacto de Estabilidad.

En cuanto a la prioridad que se otorga al pago de los intereses y del capital de la deuda pública sobre el resto de gastos, esta puede resultar especialmente importante en una situación como la actual en la que los mercados se están mostrando muy sensibles a las posibilidades de impago de la deuda soberana.

#### La posibilidad de desviaciones respecto a los límites

Con carácter general, se considera que el establecimiento de excepciones al cumplimiento de los límites fiscales resulta deseable y puede reforzar la credibilidad de su cumplimiento, siempre que estas excepciones estén bien delimitadas. En el caso de la reforma constitucional, la definición de estas excepciones y la necesidad de aprobación de las circunstancias que motivan la excepcionalidad por el Parlamento son muy similares, por ejemplo, a las de la Constitución alemana, con la única diferencia de que, en el caso español, se hace mención explícita entre las excepciones a la «recesión económica». La reforma española remite a la ley orgánica de desarrollo para el detalle sobre estas cláusulas, por lo que esta debería detallar de forma clara y estricta los supuestos de excepcionalidad, en particular acotando el concepto de «recesión económica». En este sentido, debe recordarse que el Tratado de la Unión Europea establece que los déficits por encima del 3 % no se consideran «excesivos», siempre que el incumplimiento sea de escasa importancia, temporal y debido a circunstancias excepcionales, como, por ejemplo, una recesión económica grave. Tras la reforma del PEC de 2005, esta última se define como una tasa de crecimiento interanual del PIB real negativa o una pérdida acumulada de producto durante un período prolongado de crecimiento del PIB real muy bajo en relación con el crecimiento potencial. Además, es importante que la ley orgánica explicita claramente la pauta temporal que se debe seguir para volver a situarse dentro de los límites establecidos, una vez que se hayan producido las desviaciones.

Por otra parte, la reforma constitucional española no considera de forma explícita el tratamiento de las posibles desviaciones que se produzcan. En este sentido, la regla constitucional alemana, así como la suiza, incluyen en sus leyes de desarrollo un mecanismo que consiste en que cualquier desviación ex post respecto al objetivo de saldo estructural (positiva o negativa) se acumula en una cuenta notional. En el caso suizo, el Gobierno debe tomar medidas de ajuste cuando esta cuenta tenga un saldo negativo que exceda el 6 % del gasto (esto es, alrededor de 0,6 puntos de PIB) y debe situarla por debajo de ese límite en los siguientes tres años. En el caso alemán, se obliga a aplicar

medidas de ajuste en cuanto la cuenta nocional alcance el 1 %, pero solo si las condiciones económicas lo permiten<sup>11</sup>.

Mecanismos de seguimiento,  
control y cumplimiento

La literatura económica subraya que para garantizar el éxito de las reglas fiscales resulta crucial disponer de los mecanismos adecuados de seguimiento y control, y de la capacidad para imponer o incentivar su cumplimiento. En el caso español, estos procedimientos deberán establecerse también en la ley orgánica de desarrollo del texto constitucional. En relación con el seguimiento de la norma, resulta particularmente importante que los mecanismos que se creen permitan una identificación temprana, incluso dentro del ejercicio presupuestario, de los riesgos de alcanzar los objetivos presupuestarios.

En cuanto a los mecanismos para incentivar u obligar a su cumplimiento, la reforma constitucional señala que la ley orgánica de desarrollo deberá regular la responsabilidad de cada Administración Pública en caso de incumplimiento de los objetivos de estabilidad presupuestaria, lo que podría interpretarse como la posibilidad de incorporar sanciones. Las sanciones son, en efecto, un mecanismo que podría incentivar al cumplimiento. Sin embargo, la evidencia muestra que no es fácil definir las de manera que su aplicación sea creíble, como ha demostrado el caso del PEC. En este sentido, como se señaló en la sección segunda, la reforma del Pacto incluye la propuesta de que estas se decidan con anterioridad en el tiempo y de una forma más automática como forma de mejorar su aplicabilidad. Un instrumento adicional que podría resultar muy eficaz es el establecimiento de cláusulas de ajuste automático de determinadas partidas de ingresos y gastos en el caso de que se hayan incumplido los objetivos fiscales establecidos<sup>12</sup>.

Período transitorio

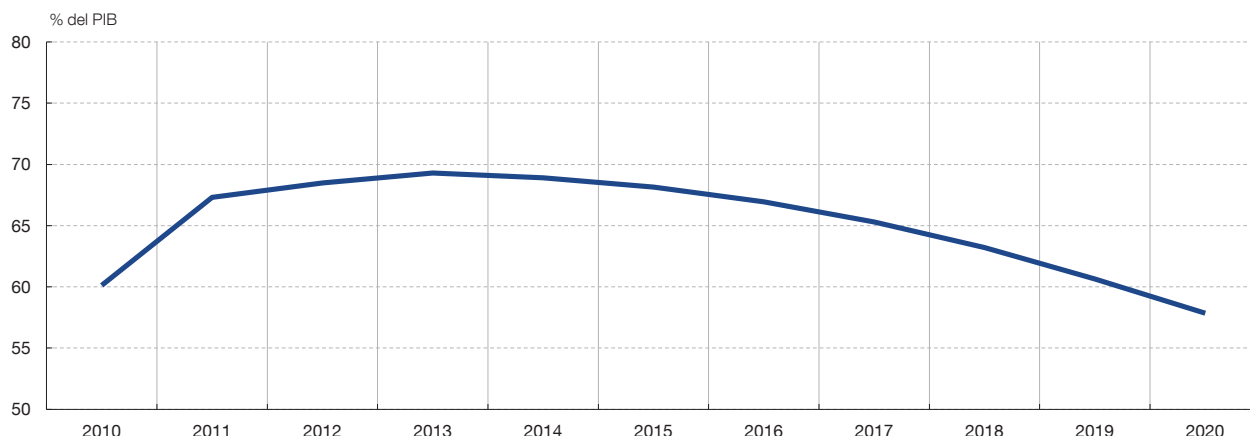
Por último, en cuanto a la entrada en vigor de la norma, la definición de un procedimiento transitorio parece razonable, dados los elevados niveles de déficit público existentes en el momento de la aprobación de la reforma constitucional. El período transitorio es algo más largo en el caso español que el que se fijó en Alemania, al menos en el caso de la Administración central, lo que podría justificarse por la diferente situación de partida en términos de déficit público, aunque la extensión hasta 2020 en el caso de los límites al déficit estructural podría resultar holgada. Debe tenerse en cuenta que el último Programa de Estabilidad fijaba un déficit estructural del conjunto de las Administraciones Públicas del 1,9 % en 2014, por lo que, en caso de cumplirse este objetivo, alcanzar un déficit estructural del 0,4 % en 2020 supondrá un esfuerzo fiscal limitado.

El acuerdo político que acompaña a la reforma constitucional señala, además, como objetivo alcanzar en 2020 el límite de deuda pública del 60 %. En el gráfico 2 se ilustra cómo podría alcanzarse dicha ratio sobre la base de una serie de supuestos<sup>13</sup>. Obviamente, en

11 La cuenta de control no podrá superar el 1,5 % del PIB y, además, las desviaciones durante el año no podrán superar el 3 % de los ingresos presupuestados. En el año siguiente al que se produce ese incremento de la cuenta de control por encima del 1 %, se debe proceder a reducir el déficit en la cuantía que excede el 1 %, aunque no en una cuantía que supere el 0,35 %. Esta obligación solo se aplica a los años en que existe un *output gap* positivo o el *output gap* negativo se está reduciendo.

12 El contenido de la disposición adicional única 2 de la reforma constitucional podría dar pie a la introducción de estos mecanismos en la ley orgánica de desarrollo, al señalar que «[d]icha ley contemplará los mecanismos que permitan el cumplimiento del límite de deuda a que se refiere el artículo 135.3».

13 En particular, se asume el cumplimiento estricto del cuadro macroeconómico y fiscal del último Programa de Estabilidad, lo cual supondría situar el déficit público en el 2,1 % del PIB y la ratio de deuda pública en el 68,9 % en 2014. Con posterioridad, se supone un ajuste anual del déficit estructural del 0,3 %, hasta alcanzar el 0,4 % en 2020, como establece la reforma. Bajo el supuesto de una aportación nula a la variación de la deuda del diferencial entre el crecimiento del PIB y el tipo de interés implícito de la deuda, un ajuste déficit-deuda del 0,5 % del PIB anual y una evolución de la brecha de producción que se cerraría en 2015 para posteriormente convertirse en positiva hasta alcanzar el 2 % en 2020, la ratio de deuda pública sobre PIB se situaría por debajo del 60 % en 2020.



FUENTE: Banco de España.

escenarios macroeconómicos más adversos el ajuste fiscal necesario para situar la deuda pública en el 60 % en 2020 sería superior. Incluso bajo el escenario macroeconómico simulado, un ajuste del déficit estructural mayor, que anticipara el momento en que se alcanza el límite constitucional, permitiría una reducción más rápida de la ratio de deuda pública, de forma que se ganaría margen de maniobra para afrontar posibles situaciones adversas sin el riesgo de superar de nuevo el límite del 60 %.

### La nueva regla de gasto

Con anterioridad a la reforma constitucional, en julio de 2011, se introdujo en el marco presupuestario nacional un límite al crecimiento del gasto público, con una definición muy similar a la incorporada en el brazo preventivo del PEC. Esta regla de gasto, que se encuentra en vigor, supone un complemento muy útil a los márgenes de deuda y déficit constitucionales. De hecho, las experiencias de algunos países de nuestro entorno muestran que los marcos fiscales más exitosos son aquellos que combinan una regla de déficit público con límites explícitos al gasto público [FMI (2009) y Ljungman (2008)]. La utilidad de esta última reside en que se dirige a la fuente habitual de déficits públicos. En concreto, la fijación ex ante de una cuantía máxima de gasto disciplina la elaboración de los presupuestos de cada unidad de gasto, que, así, tienen menos margen para presionar al alza sus demandas individuales. Por otra parte, permite ahorrar, ex post, el aumento de los ingresos en situaciones cíclicas mejores de lo esperado y, si la regla está bien definida y es transparente, identificar los componentes de gasto que generan las desviaciones.

La definición de una regla de gasto no está, sin embargo, exenta de dificultades y puede condicionar su efectividad. En concreto, de los distintos elementos que componen su definición, la elección de la variable que sirve de referencia para delimitar su evolución permitida es una de las más relevantes. En principio, dado que los ingresos públicos presentan una elasticidad aproximadamente unitaria con el PIB nominal, un crecimiento del gasto ligado a esta variable garantizaría, si se parte de una situación de equilibrio presupuestario, mantener esta posición en el futuro. Obviamente, si se parte de un déficit público, la vuelta al equilibrio presupuestario exigirá un crecimiento del gasto por debajo del crecimiento nominal hasta alcanzar dicho equilibrio.

Sin embargo, con el fin de evitar un comportamiento procíclico del gasto público, se debe evitar seleccionar el crecimiento anual del PIB como referencia, y este puede ser sustituido por una medida del crecimiento potencial de la economía. En la regla aprobada en

España, el incremento anual del gasto no podrá superar el incremento del PIB real de medio plazo, que se define, para cada año, como la media de las tasas de crecimiento del PIB real previstas en el Programa de Estabilidad para el ejercicio corriente y los tres ejercicios siguientes y las registradas en los cinco años anteriores, es decir, como una media de las tasas de crecimiento de nueve años, lo que puede considerarse una aproximación al crecimiento potencial<sup>14</sup>. En todo caso, dado que la reforma constitucional exigirá también la estimación de esta variable para el cálculo del déficit estructural, sería deseable que su definición en la regla de gasto sea compatible con la metodología utilizada por aquella.

En cuanto al componente nominal del PIB que sirve como referencia, se podría utilizar, en principio, el crecimiento anual del deflactor del PIB. Sin embargo, esto podría llevar a permitir aumentos del gasto muy elevados como consecuencia de la existencia de una inflación también muy alta. Para evitar este problema, se puede optar por establecer algún límite al incremento del deflactor incorporado en la regla (por ejemplo, aquel compatible con la definición de estabilidad de precios del BCE). En esta misma línea, en el caso de la norma aprobada se ha optado por fijar como referencia un crecimiento del deflactor del PIB del 1,75 %, lo cual introducirá un elemento disciplinador de la evolución futura del gasto público.

Asimismo, la regla establece que el crecimiento del gasto permitido debe corregirse por el impacto estimado de las medidas discrecionales de impuestos planeadas, de manera que, cuando se aprueben cambios normativos que supongan incrementos (reducciones) de la recaudación, el límite de gasto aumente (disminuya) en la cuantía equivalente. Esta corrección resulta totalmente justificada con el fin de acomodar el crecimiento del gasto a la evolución de los ingresos y evitar que se generen desequilibrios fiscales por la aprobación, por ejemplo, de recortes de impuestos no acompañados de reducciones equivalente del gasto. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que la estimación del impacto de los cambios impositivos sobre la recaudación no es sencilla y las estimaciones realizadas ex ante pueden diferir en gran medida de los resultados efectivos, por lo que sería conveniente efectuar periódicamente un análisis ex post y acomodar el crecimiento del gasto a las posibles desviaciones que se produzcan.

En cuanto a los componentes de gasto que se encuentran sometidos al límite, se ha optado, en primer lugar, por excluir los pagos por intereses, lo cual puede justificarse por estar esta variable más allá del control de la autoridad fiscal al menos en el corto plazo. Además, se excluye el gasto no discrecional en prestaciones por desempleo, lo que evitará generar un sesgo procíclico en la aplicación de la regla<sup>15</sup>. No obstante, esta exclusión tiene el riesgo de dejar fuera aumentos de gasto derivados de un incremento estructural del desempleo, que no se corregirán con la evolución cíclica.

En cuanto a las Administraciones para las cuales es de aplicación, se incluyen la Administración General del Estado y sus organismos y las Entidades Locales que participan en

---

14 Esta definición puede enfrentarse a algunos problemas. En concreto, los cinco años hacia atrás que se toman pueden no ser representativos del crecimiento potencial si se produce un cambio estructural. Por otra parte, el tomar las previsiones para el año corriente y tres hacia delante puede generar problemas añadidos, dado que es un hecho estilizado de la literatura que resulta difícil captar los cambios de ciclo económico. Además, la utilización de previsiones puede generar un cierto riesgo de crecimiento excesivo del gasto en el caso de que aquellas resulten optimistas.

15 Por ejemplo, en una fase de desaceleración económica se produciría un incremento del gasto en prestaciones por desempleo. Si la regla se aplica a esta definición de gasto, esto implicará que, para garantizar su cumplimiento, otras partidas de gasto deberán ajustarse para compensar el crecimiento del gasto total por encima del establecido en la regla, produciendo un sesgo procíclico en el mismo.

	Datos observados				Crecimiento del gasto permitido por la regla y sus componentes					Resultados de aplicación de la regla
	Crecimiento del gasto público total (1)	Crecimiento del PIB real (2)	Crecimiento del deflactor del PIB (3)	Saldo público (% del PIB) (4)	Crecimiento promedio del PIB real de medio plazo de acuerdo con la regla (5)	Crecimiento del deflactor del PIB admitido por la regla (6)	Aportación de las medidas discrecionales de ingreso al crecimiento del gasto público permitido por la regla (7)	Medidas discrecionales de ingresos (% del PIB) (8)	Crecimiento del gasto público total permitido de acuerdo con la regla (9)	Saldo público resultante de la aplicación de la regla (% del PIB) (10)
1998	5,6	4,5	2,5	-3,2	2,9	1,75	-1,0	0,0	3,7	-2,4
1999	4,4	4,7	2,6	-1,4	3,3	1,75	-5,9	-1,7	-0,9	0,5
2000	6,6	5,0	3,5	-1,0	3,5	1,75	0,0	-0,2	5,2	0,9
2001	6,7	3,6	4,2	-0,7	3,8	1,75	0,0	0,0	5,6	1,4
2002	7,8	2,7	4,3	-0,5	3,7	1,75	0,7	0,1	6,1	2,0
2003	6,0	3,1	4,1	-0,2	3,6	1,75	-2,6	-0,6	2,7	3,1
2004	8,8	3,3	4,0	-0,4	3,5	1,75	0,1	-0,2	5,3	3,8
2005	6,8	3,6	4,3	1,0	3,3	1,75	0,8	0,1	5,9	5,2
2006	8,2	4,0	4,1	2,0	3,2	1,75	1,0	0,0	6,0	6,9
2007	9,2	3,6	3,3	1,9	3,3	1,75	-0,7	-0,4	4,4	8,0
2008	8,8	0,9	2,4	-4,2	3,3	1,75	-2,3	-1,4	2,8	3,4
2009	7,4	-3,7	0,6	-11,1	2,2	1,75	2,2	-0,6	6,2	-3,2
2010	-0,1	-0,1	1,0	-9,2	1,8	1,75	4,8	1,4	8,3	-3,2
Promedio (1998-2007)	7,0	3,8	3,7	-0,2	3,4	1,75	-0,8	-0,3	4,4	2,9
Promedio (2008-2010)	5,4	-1,0	1,3	-8,2	2,4	1,75	1,6	-0,2	5,8	-1,0
Promedio (1998-2010)	6,6	2,7	3,2	-2,1	3,2	1,75	-0,2	-0,3	4,7	2,0

FUENTES: Banco Central Europeo y AMECO.

la cesión de impuestos estatales. En el caso de las CCAA, el Gobierno ha propuesto la adopción de la regla de gasto a todas las CCAA en el seno del Consejo de Política Fiscal y Financiera. Dado el peso de las CCAA en el gasto público en España, resulta crucial esta extensión a estas administraciones si se pretende lograr un control efectivo del gasto.

Respecto a las Administraciones de la Seguridad Social, su exclusión supone, en esencia, dejar fuera de la regla el gasto en pensiones (además de las prestaciones por desempleo mencionadas con anterioridad), lo que sería coherente con la necesidad de mantener una perspectiva de largo plazo en la financiación de estas prestaciones. El crecimiento anual de esta partida se encuentra en gran medida predeterminado por los parámetros del sistema y la evolución demográfica, por lo que resultaría difícil restringir anualmente su evolución. En todo caso, para garantizar el equilibrio financiero en el largo plazo del sistema de pensiones es necesario hacer una estimación periódica de las necesidades futuras de gasto y la adecuación correspondiente de los parámetros del sistema, en particular a través del factor de sostenibilidad incorporado en la reforma de pensiones recientemente aprobada.

Finalmente, los mecanismos de seguimiento y corrección de las desviaciones son, de nuevo, un elemento crucial para asegurar la eficacia de la regla. La norma española establece que, con anterioridad al 1 de octubre de cada año, el ministro de Economía y Hacienda elevará al Gobierno un informe sobre el grado de cumplimiento de la regla de gasto del ejercicio inmediato anterior. En caso de incumplimiento, se establece que la



Administración Pública responsable deberá adoptar medidas extraordinarias de aplicación inmediata que garanticen el retorno a la senda de gasto aprobada. Quizá sería útil introducir también algún criterio aplicable en el transcurso del año para que, en el caso de que se anticipen desviaciones, se puedan corregir en el ejercicio presupuestario corriente. Además, dado que esta regla es un complemento a los objetivos plurianuales de estabilidad presupuestaria, podría resultar útil fijar los objetivos de gasto para los mismos años para los que se determinan los objetivos de déficit, lo que obligaría a adoptar una perspectiva plurianual en la presupuestación del gasto que puede resultar muy adecuada para su racionalización.

En el cuadro 4 se ilustra cómo habría funcionado una regla como la aprobada en España en el período 1998-2010. En concreto, se muestra el crecimiento del gasto y el saldo público que se habría obtenido en caso de que se hubiese aplicado una regla similar en todos los años del período 1998-2010. Para ello, se parte de los datos fiscales de 1997 y se fija un crecimiento del gasto público igual al crecimiento nominal de medio plazo de la economía<sup>16</sup>. Por su parte, la regla se aplica al gasto público total de las Administraciones Públicas menos la carga de intereses de la deuda pública y menos las prestaciones sociales (en desempleo y pensiones, esencialmente). De esta forma, se trata de replicar el funcionamiento de la regla, que, como se ha señalado, excluye estos componentes. Bajo estos supuestos, sin embargo, se está asumiendo que esta se aplica al gasto de las CCAA y a la totalidad de las CCLL.

Se puede comprobar que un cumplimiento estricto de la regla habría llevado a una situación mucho más saneada de las finanzas públicas durante la década previa a la crisis económica, facilitando, en particular, el ahorro de los ingresos extraordinarios derivados de la expansión inmobiliaria. En efecto, el crecimiento del gasto público del período 1998-2007 fue en España significativamente superior al que se deriva de la aplicación de la regla (7 % en promedio anual, frente al 4,4 %, respectivamente) (véase gráfico 3). En el período de crisis económica habría permitido, sin embargo, un crecimiento ligeramente superior al observado. En términos de saldo público, se habría alcanzado un superávit en 2007, año previo a la crisis, muy superior al realmente registrado<sup>17</sup>. Por otra parte, no habría evitado un deterioro muy significativo del saldo público durante la crisis, pero, dada la situación de partida, el déficit público se habría situado significativamente por debajo del observado.

## Conclusiones

La crisis económica y, en particular, los acontecimientos desencadenados a partir de la crisis fiscal de Grecia y su extensión a otros países han puesto en evidencia las debilidades del marco de gobernanza europea. En el terreno fiscal, el fuerte deterioro de la situación y de las perspectivas presupuestarias en la mayoría de los países europeos tiene su origen en distintos factores, como el deterioro cíclico, las repercusiones de la reestructuración del sistema financiero y la revisión de las perspectivas de crecimiento a medio plazo de las economías. Sin embargo, también evidencia que el marco fiscal europeo no había sido capaz de promover un saneamiento sostenido de las cuentas públicas durante la fase de expansión que permitiera disponer de un margen de maniobra suficiente para afrontar la etapa recesiva.

<sup>16</sup> El crecimiento de medio plazo se calcula para cada año como la media aritmética del crecimiento del PIB real de los cinco años anteriores y de la previsión para ese año y para los tres siguientes incluida en el Programa de Estabilidad (de ese año). A ese crecimiento real se le añade un deflactor del 1,75 %, equivalente al establecido por la regla. Finalmente, este límite se incrementa/reduce por la cuantía de las medidas impositivas/discrecionales en cada año.

<sup>17</sup> En esta estimación del impacto sobre el saldo público se recoge el efecto directo de la regla sobre el gasto y los efectos de segunda vuelta derivados del posible impacto de ese menor crecimiento del gasto sobre el crecimiento del PIB estimados a partir de la simulación con el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE).





FUENTES: Banco Central Europeo y AMECO.

En el contexto de la reforma del marco de gobernanza europeo que se está llevando a cabo, resulta, por tanto, crucial fortalecer el Pacto de Estabilidad y Crecimiento para mejorar su implementación y eficacia. La reforma que se encuentra pendiente de aprobación modifica, de hecho, distintos aspectos de su funcionamiento, entre los que destaca el reconocimiento de la importancia de mejorar los marcos fiscales nacionales con el fin de que estos contribuyan al logro de la estabilidad presupuestaria.

En este contexto, se ha decidido reforzar el marco presupuestario en España con la incorporación al texto constitucional de los límites al déficit y a la ratio de deuda públicos establecidos a nivel europeo, y su extensión a la totalidad de las Administraciones Públicas. La elevación a rango constitucional de estos límites debería generar un mayor grado de cumplimiento de los mismos, en la medida en que estos resultarán más difíciles de modificar y el resto de leyes aprobadas deberán ser compatibles con los mismos. Al mismo tiempo, la definición del límite para el déficit público en términos estructurales, aunque plantea algunos problemas de medición, permite hacer compatible el objetivo de estabilidad fiscal con el mantenimiento de un cierto papel estabilizador en la aplicación de la política fiscal a través de los estabilizadores automáticos.

La efectividad de las reglas fiscales depende, en todo caso, del establecimiento de los procedimientos adecuados de control y cumplimiento de las mismas. En la reforma constitucional estas cuestiones serán desarrolladas en una ley orgánica. Resulta, por tanto, crucial que esta ley defina estos procedimientos de forma que se puedan identificar a tiempo los riesgos al logro de los objetivos y se requiera la adopción de las medidas correctoras que eviten que estos se materialicen. Además, la ley debería acotar de forma clara y estricta los supuestos de excepcionalidad, así como explicitar la pauta temporal que se debe seguir para volver a situarse dentro de los límites establecidos por la regla cuando se produzcan desviaciones. Finalmente, deberá también incorporar los mecanismos adecuados que coadyuvan a su cumplimiento, entre los que se pueden encontrar la fijación de sanciones y/o el establecimiento de cláusulas de ajuste automático de determinadas partidas de ingresos y gastos en el caso de que se hayan incumplido los objetivos fiscales establecidos.

Por otra parte, el marco presupuestario nacional se ha reforzado también con la introducción de una regla de gasto público que, a grandes rasgos, limita su incremento anual al crecimiento nominal de la economía en el medio plazo. La aplicación estricta de este límite, en combinación con la norma constitucional, puede ser muy útil para garantizar la disciplina fiscal en el futuro. De hecho, un ejercicio contrafactual de cómo habría funcionado una regla de gasto como la aprobada en el período 1998-2010 en España muestra que un cumplimiento estricto de esta habría llevado a una situación mucho más saneada de las finanzas públicas durante la década previa a la crisis económica, dado que habría facilitado el ahorro de los ingresos extraordinarios derivados de la expansión inmobiliaria, de forma que el superávit previo a la crisis habría sido superior y el déficit público no habría alcanzado los niveles observados durante la misma. En todo caso, para que una regla de estas características sea eficaz debería asegurarse su aplicación a las CCAA.

16.9.2011.

## BIBLIOGRAFÍA

- AYUSO-I-CASALS, J., D. GONZÁLEZ HERNÁNDEZ, L. MOULIN y A. TURRINI (2009). «Beyond the SGP: Features and effects of EU national fiscal rules», en J. Ayuso-i-Casals, S. Deroose, E. Flores y L. Moulin (eds.), *Policy instruments for sound fiscal policies. Fiscal rules and institutions*, Palgrave Macmillan, pp. 204-220.
- BANCO DE ESPAÑA (2011). *Informe Anual*, recuadro 2.1, «Los límites al gasto público como mecanismo de disciplina presupuestaria».
- BCE (2011). «La reforma de la gobernanza económica de la zona del euro: elementos esenciales», *Boletín Económico*, marzo.
- BOHN, H., y P. INMAN (1996). «Balanced budget rules and public deficit: Evidence from the US States», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 45 (1), pp. 13-76.
- CABALLERO, J. C., P. GARCÍA PEREA y E. GORDO (2011). «La reforma de la gobernanza económica en la Unión Europea», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.
- COMISIÓN EUROPEA (2009). «Public finances in EMU – 2009», *European Economy*, n.º 5/2009.
- (2010). «Public finances in EMU – 2010», *European Economy*, n.º 4/2010.
- (2011). «Public finances in EMU – 2011», *European Economy*, n.º 3/2011.
- DEBRUN, X., L. MOULIN, A. TURRINI, J. AYUSO-I-CASALS y M. S. KUMAR (2008). «Tied to the mast? The role of national fiscal rules in the European Union», *Economic Policy*, 23, pp. 297-362.
- FMI (2009). *Fiscal rules - Anchoring expectations for sustainable public finances*, diciembre, Fiscal Affairs Department.
- HOU, Y., y D. L. SMITH (2010). «Do state balanced budget requirements matter? Testing two explanatory frameworks», *Public Choice*, 145, pp. 57-79.
- IARA, A., y G. WOLFF (2010). *Rules and risk in the Eurozone: does rules-based national fiscal governance contain sovereign bond spreads?*, *European Economy – Economic Papers*, 433, Comisión Europea.
- LJUNGMAN, G. (2008). *Expenditure Ceilings = A Survey*, IMF Working Paper, 282.

LOS EFECTOS DE LAS CONDICIONES HIPOTECARIAS SOBRE EL CONSUMO  
DE LOS HOGARES PROPIETARIOS DE VIVIENDA: UNA ESTIMACIÓN  
A PARTIR DE LA EFF

## LOS EFECTOS DE LAS CONDICIONES HIPOTECARIAS SOBRE EL CONSUMO DE LOS HOGARES PROPIETARIOS DE VIVIENDA: UNA ESTIMACIÓN A PARTIR DE LA EFF

Este artículo ha sido elaborado por Ernesto Villanueva, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

La forma en la que se financia la compra de una vivienda condiciona la evolución del gasto de consumo de las familias, tanto antes como durante un largo período después de dicha compra. Cuanto más estrictas sean las condiciones de acceso a los préstamos hipotecarios y mayores sean sus tipos de interés, mayor será la necesidad de ahorro para los que planean una compra de vivienda. Cuanta mayor sea la proporción del valor de la vivienda que se solicita como préstamo hipotecario, mayor será la liquidez de la que dispondrá el hogar para consumir tras la compra de la vivienda, a cambio de incurrir en un mayor volumen de deuda a devolver en el futuro. Igualmente, los hogares que se endeuden con hipotecas de plazo de vencimiento más largo satisfarán una carga financiera más reducida tras la compra de su vivienda, pero se enfrentarán a una mayor carga financiera en períodos posteriores por el repago de la deuda. No obstante, todos estos efectos de las condiciones crediticias sobre el gasto de consumo seguramente dependerán de distintas características de los hogares, como pueden ser su perfil de rentas, su nivel de accesibilidad al crédito al consumo o su grado de educación financiera.

De acuerdo con la información estadística disponible, las condiciones en las que los hogares españoles financiaron la adquisición de sus propiedades inmobiliarias han variado considerablemente en los últimos años. A título de ejemplo, tomando como referencia la información de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) para el período 1990-2005, la fracción de hipotecas que se concedió a tipo variable aumentó casi 20 puntos porcentuales (pp), superando el 90 %, y los plazos de vencimiento se extendieron considerablemente: los hogares que financiaron la compra de su vivienda entre 1991 y 1998 contrataron hipotecas con un plazo de vencimiento inicial de alrededor de 18 años, mientras que para las compras posteriores a 2003 el plazo de vencimiento subió a 25 años. Dado que la edad de compra de vivienda en la muestra de la EFF está en torno a los 37 años, esta extensión del plazo de vencimiento haría que los años finales de pago de la hipoteca coincidieran con el máximo nivel de la renta laboral de los hogares a lo largo de su ciclo vital. Otros cambios relevantes detectados por la EFF han sido el aumento de la ratio entre el préstamo y el valor inicial de la vivienda principal (la ratio préstamo-valor mediana se elevó 16 pp entre 1991 y 2005 de acuerdo con las respuestas de las familias) y una reducción significativa de los costes de los préstamos: los hogares que financiaron la compra de su vivienda con créditos a principios de la década que comenzó en 1990 pagaron entre 2002 y 2005 un tipo de interés medio de 440 puntos básicos (pb), 90 pb más que quienes contrataron un préstamo para vivienda después de 2003<sup>1</sup>. La información que se puede obtener a partir de otras fuentes estadísticas confirma, con carácter general, las tendencias que refleja la EFF, si bien, dada la diferente naturaleza y origen de las mismas, existen discrepancias respecto a los valores concretos de algunas de estas variables<sup>2</sup>.

En estas condiciones, en este artículo se resumen los resultados de un trabajo que revisa los cambios en las condiciones de financiación de compra de vivienda en España

1 Si bien parte de esta diferencia está asociada al descenso del peso de las hipotecas con plazo fijo, el diferencial entre el tipo de interés y el EURIBOR en las hipotecas a tipo variable se redujo durante el período de referencia en torno a 60 puntos básicos.

2 Así, por ejemplo, la base de datos de los registradores de la propiedad tiende a mostrar ratios de préstamos iniciales sobre el valor de la vivienda mucho más bajos que los obtenidos a partir de la EFF.

### Condiciones crediticias y gasto en consumo de los hogares

entre 1991 y 2006 usando datos de la EFF y estima económicamente el impacto de esos cambios sobre el consumo de los hogares<sup>3</sup>. A diferencia de otras fuentes estadísticas, la EFF contiene abundante información sobre las características de las familias en el momento de adquirir su vivienda<sup>4</sup>, por lo que resulta singularmente útil para explorar cómo diferencias en sus niveles de renta o en la edad y el nivel educativo del cabeza de familia condicionan los efectos que una variación en las condiciones de los préstamos hipotecarios puede tener sobre las decisiones de gasto en consumo de los hogares.

La llamada «teoría de la renta permanente» predice que, en ausencia de incertidumbre y de restricciones al crédito, el consumo de los individuos en cada momento dependerá de la suma de sus rentas futuras esperadas, actualizadas o descontadas en función del nivel de los tipos de interés. En esas condiciones ideales, independientemente del perfil temporal de la renta de los hogares, cualquier disminución de los costes de endeudamiento aumentará su gasto en consumo. No obstante, en condiciones normales, el perfil temporal de las rentas familiares será incierto; esa incertidumbre, junto con otros factores de diversa naturaleza, condicionará la capacidad de endeudamiento de cada hogar; y las familias se enfrentarán a limitaciones para obtener e interpretar la información necesaria para planificar sus decisiones de gasto, limitaciones que dependerán de su nivel de educación financiera. Por lo tanto, cabe esperar que otros aspectos de los préstamos hipotecarios, y no solo su coste, influyan también sobre las decisiones de gasto en consumo. A título de ejemplo, un cambio en las condiciones hipotecarias que reduzca la carga financiera en los primeros años del préstamo a cambio de aumentarla en el futuro tenderá a incrementar el consumo de los hogares que esperan mayores rentas en el futuro que en el presente y están sujetos a algún tipo de limitación en el momento de acceder al crédito [Attanasio et ál. (2008)]. Del mismo modo, un menor grado de formación financiera puede hacer que determinados consumidores condicionen sus decisiones en la carga financiera de cada momento, ya que este es un concepto más fácil de asimilar que la distribución de esta en el tiempo en función del tipo de interés [Bucks y Pence (2008) y Lusardi y Tufano (2009)].

Por otra parte, una reducción del tipo de interés inicial de las hipotecas abarata el coste relativo de consumir hoy para los hogares que ya están endeudados, al tiempo que incrementa el incentivo a financiar la compra de la vivienda con una hipoteca más elevada. No obstante, no todos los hogares responderán igualmente a esta disminución. Cuando las hipotecas son a tipo de interés variable, pero tienen un plazo de vencimiento relativamente corto, como en España a principios de los años noventa, las reducciones de la carga financiera por descensos del tipo de interés son limitadas, lo que debilita el incentivo a consumir más.

El plazo de vencimiento de las hipotecas tiene tres tipos de efecto sobre el gasto en consumo de las familias. Para un nivel de endeudamiento dado, y suponiendo que hay algún tipo de limitación para financiar consumo mediante crédito, un plazo más largo reduce la carga financiera durante los primeros años de la vida de la hipoteca, induciendo a los individuos con un perfil de renta creciente a incrementar su nivel de consumo presente. En segundo lugar, un plazo de vencimiento más dilatado y la anticipación de una situación más desahogada en el futuro inducen a estos hogares a contratar una mayor hipoteca y así disponer de mayor liquidez tras la compra de la vivienda. Finalmente, la menor carga

<sup>3</sup> Véase Masier y Villanueva (2011).

<sup>4</sup> Véase Banco de España (2010).

financiera expandirá el gasto presente de los hogares con un menor grado de educación financiera que modifican su nivel de gasto según se va alterando la cuota hipotecaria que han de pagar cada mes.

La estimación empírica de los efectos de las condiciones crediticias sobre el gasto en consumo de los hogares requiere, por tanto, datos microeconómicos que permitan tener en cuenta una amplia variedad de características de los hogares, tales como su composición demográfica, una medida de su renta permanente, la educación del cabeza de familia, la revalorización de la vivienda que estiman los propios hogares encuestados, el año de adquisición del inmueble y la edad del cabeza de familia en la fecha de la compra de la propiedad.

En el trabajo que aquí se resume [Masier y Villanueva (2011)], para cuantificar cómo han afectado las condiciones crediticias al gasto, se utiliza, en primer lugar, un modelo de regresión lineal que compara el consumo de hogares que han financiado sus compras de vivienda con distintas condiciones financieras, manteniendo constantes las características observables de esos hogares. No obstante, los resultados de esta comparación pueden verse influidos por la presencia de terceros factores, que no pueden ser observados a partir de la EFF, que afectan simultáneamente a las condiciones financieras y al nivel de consumo de un hogar. Así, por ejemplo, los individuos que tengan un mayor nivel de riqueza a la hora de solicitar un préstamo —una variable que no se observa en la encuesta usada— podrían haber obtenido unas condiciones financieras más ventajosas, y, a la vez, esa mayor riqueza explicaría que mantuvieran un mayor nivel de gasto tras la compra de su vivienda. En esas condiciones, no habría en realidad una relación de causalidad entre condiciones de los préstamos y consumo, ya que ambos estarían reflejando simplemente la influencia de una tercera variable común: la riqueza de la familia.

Con el objetivo de controlar la potencial influencia de estos factores inobservados, en el trabajo resumido se analiza también un episodio concreto en el que se puede identificar a priori una variación muy significativa de las condiciones en las que se financian los hogares, que debe, por tanto, dominar cualquier posible variación en su patrón de comportamiento. Más concretamente, se considera el cambio en las prácticas de concesión de préstamos a partir de 1998. Los prestamistas tendieron a alargar los plazos de vencimiento de forma que, para un mayor número de hogares, la edad en la que se preveía terminar de pagar el préstamo se situó próxima a la edad normal de jubilación del prestatario, es decir, 65 años. Por lo tanto, el aumento generalizado de los plazos de vencimiento entre 1991 y 2005 debería haber beneficiado más a los hogares con un cabeza de familia más joven a la hora de solicitar el préstamo<sup>5</sup>. Adicionalmente, la robustez de los resultados se chequea también estudiando la reacción del gasto en consumo ante variaciones del tipo de interés en grupos de hogares con el mismo nivel de educación y edad a la hora de solicitar el préstamo. Estas variaciones entre hogares similares deben reflejar en menor medida factores idiosincráticos de las familias y responder, principalmente, a los cambios en las condiciones de financiación.

## Principales resultados

Los resultados de las estimaciones realizadas apuntan que una reducción de los tipos de interés de 100 pb podría aumentar el consumo de los propietarios de viviendas endeudados en torno a 3 pp. Por su parte, un alargamiento de los plazos de vencimiento en un año

5 En Masier y Villanueva (2011) también se documenta que los bancos tendieron a otorgar hipotecas en plazos de 10, 15, 20, 25 o 30 años. Esta práctica, junto a la resistencia a otorgar préstamos en los que la edad al vencimiento exceda los 65 años, genera una variación exógena adicional. Un individuo que solicite un préstamo a los 30 años, según esta regla, obtendrá una hipoteca de, como mucho, 35 años. Otro individuo que lo solicite a los 31 años solo obtendrá una hipoteca de, como mucho, 30 años.

Variable dependiente: logaritmo del gasto en bienes no duraderos (d)	Efecto de una subida del tipo de interés de 100 pb	Efecto de un aumento del plazo de vencimiento de un año (b)	Crecimiento anual de la renta 50-65 años
<b>Panel A: Efecto total</b>			
1. Efecto total	-0,0335 (0,0180)*	0,0133 (0,0069)**	- -
<b>Panel B: Respuestas del consumo por grupo de renta</b>			
2. Renta del hogar menor que la mediana	0,0046 (0,0042)	-0,003 (0,014)	- -
3. Renta entre el percentil 50 y el 75	-0,028 (0,035)	0,025 (0,012)**	- -
4. Renta en el cuartil superior	-0,066 (0,039)*	0,013 (0,01)	- -
<b>Panel C: Respuestas del consumo por educación del cabeza de familia</b>			
5. Educación básica	0,0216 (0,026)	0,016 (0,011)	-0,126 (0,071)*
6. Educación intermedia	0,023 (0,032)	0,029 (0,010)**	-0,099 (0,077)
7. Educación superior	-0,11 (0,026)**	0,007 (0,008)	-0,14 (0,08)*

FUENTE: Banco de España, utilizando EFF-2002 y EFF-2005, muestra de 1.558 hogares que adquirieron su vivienda después de 1991 y aún tienen la hipoteca pendiente de pago.

a Método de estimación: mínimos cuadrados ordinarios en cada submuestra.

b El plazo de vencimiento se incluye como un polinomio de segundo grado de la diferencia entre el vencimiento y 15.

c Los resultados presentados son las medias de las 5 imputaciones de los datos. Las desviaciones estándar en paréntesis son la media de las de cada imputación más un término que recoge la variabilidad de las estimaciones.

d Regresores adicionales: 4 variables ficticias con el tamaño del hogar, número de adultos, estado civil del cabeza de familia, variables de año de compra de vivienda, educación y estado laboral del cabeza de familia, logaritmo de la renta actual y de la renta permanente, crecimiento estimado del valor de la vivienda, indicador de tipo de interés fijo e indicador de que el prestamista es una caja de ahorros.

NOTA: \* y \*\* indican que el estadístico es distinto de cero con un nivel de confianza de 90 % y 95 %, respectivamente.

aumentaría dicho gasto entre 2 pp y 3 pp, si bien solamente en determinados grupos. Cuando se examina el comportamiento diferencial de distintos segmentos de la población, se observa que la respuesta estimada del consumo al plazo de vencimiento se concentra entre los grupos de hogares con crecimiento de la renta relativamente mayor y en edades avanzadas del ciclo vital. Los resultados sugieren también que, dentro del grupo de propietarios que adquirieron su vivienda entre 1991 y 2005, alrededor del 30 % se habría enfrentado a algún tipo de limitación en el momento de obtener el crédito (véase cuadro 1).

Asimismo, la respuesta del consumo ante cambios en las condiciones hipotecarias parece depender sustancialmente, de acuerdo con los resultados de las estimaciones, del nivel de renta del hogar. Así, el consumo de los hogares en el cuartil superior de renta —que, dado que se mantiene constante la renta permanente, tienen una menor expectativa de crecimiento de la renta— disminuiría con el tipo de interés hipotecario. No obstante, una vez se mantiene constante el coste del endeudamiento, el consumo de este grupo no parece variar mucho en relación con la cuota pagada cada mes (véase fila 4 del cuadro 1). Este comportamiento podría indicar o bien que los hogares con rentas altas no están normalmente sujetos a limitaciones significativas a la hora de obtener crédito, o, alternatively, que tienden a tener un mayor grado de sofisticación financiera.

En cambio, la respuesta del consumo a ampliaciones del plazo de vencimiento se estima que es positiva para el grupo de hogares con una renta corriente en el segundo percentil de renta —cuya renta actual es menor que la permanente—. En este caso, el aumento del plazo de vencimiento de un año aumentaría el consumo de este grupo de renta en torno a 2,5 pp. Teniendo en cuenta que un aumento del plazo de vencimiento de un año reduce la carga financiera en torno a un 4 % para la hipoteca típica en la muestra, la respuesta estimada del consumo al plazo de vencimiento es sustancial. Del mismo modo, los hogares cuyo cabeza de familia tenía un nivel educativo intermedio reaccionaron al aumento de los plazos de vencimiento, de acuerdo con las estimaciones, aumentando su nivel de endeudamiento inicial con respecto al precio de la vivienda.

Los resultados obtenidos también muestran otras diferencias en los efectos de las condiciones de financiación hipotecaria sobre el consumo en función del nivel educativo del cabeza de familia. Según la EFF, el grupo de población que, en el período considerado, experimentó un mayor crecimiento de renta de entre los mayores de 50 años fue el de nivel educativo intermedio (véase columna 3 del cuadro 1). Dado que una extensión de los plazos de vencimiento debe beneficiar, sobre todo, a los grupos con mayor crecimiento de renta en la parte central del ciclo vital, el consumo de este grupo de población debería ser, en principio, especialmente sensible a cambios en el plazo del vencimiento. Los resultados en el panel B del cuadro 1 confirman esta hipótesis, ya que, entre los grupos de población con mayor crecimiento de renta, fue el único cuyo consumo aumentó con los plazos de vencimiento, siendo relativamente insensible al tipo de interés (véase panel B del cuadro 1). Las variaciones en el tipo de interés, por el contrario, parecen afectar, de acuerdo con las estimaciones, solo al consumo de los hogares cuyo cabeza de familia tiene una licenciatura universitaria.

Los resultados anteriores sugieren, en conjunto, un papel importante de las condiciones financieras en las decisiones de gasto. No obstante, como se ha señalado, podrían estar afectados por variables que, simultáneamente, son utilizadas por las entidades financieras para sus decisiones de concesión de créditos y condicionan el consumo de las familias, y que no es posible recuperar a partir de la EFF. Así, a título de ejemplo, la encuesta no contiene información directa sobre la renta, la riqueza o el historial crediticio en el momento de solicitud del préstamo. Por esta razón, y como ejercicio de robustez, tiene sentido examinar más en detalle la respuesta del gasto en consumo al cambio de las prácticas de concesión de préstamos que ocurrieron a finales de la década de los años noventa y que, según se describió anteriormente, quedan menos afectadas por variables idiosincráticas individuales. En el cuadro 2 se presentan estimaciones alternativas de la respuesta del gasto en consumo basadas exclusivamente en la comparación entre créditos concedidos antes y después del cambio de prácticas mencionado.

Como puede observarse en el mencionado cuadro, cuando se mantienen constantes las características idiosincráticas de los hogares, su gasto en consumo se estima que está relacionado negativamente con el tipo de interés que financia la hipoteca. La respuesta, aunque estimada con una cierta imprecisión, es cuantitativamente más elevada entre los grupos con menor crecimiento de la renta: los de nivel educativo superior e inferior. Por otro lado, una cuota hipotecaria más reducida en los primeros años de la hipoteca tiende a aumentar, de acuerdo con el resultado de las estimaciones, el gasto en bienes de consumo únicamente del grupo con nivel educativo intermedio, el de mayor crecimiento de la renta, lo que sugiere que este grupo utilizó comparativamente más los préstamos hipotecarios para aliviar los efectos restrictivos sobre el consumo asociados a posibles limitaciones en el acceso al crédito.



Variable dependiente: logaritmo del gasto en bienes no duraderos (e)	Efecto de una subida del tipo de interés de 100 pb (c)	Efecto de un aumento del plazo de vencimiento de un año (c)
<b>Panel A: Efecto total</b>		
1. Efecto total	-0,17 (0,12)	0,007 (0,028)
<b>Panel B: Respuesta del consumo por educación del cabeza de familia (d)</b>		
2. Educación básica	-0,098 (0,14)	0,01 (0,031)
3. Educación intermedia	-0,065 (0,15)	0,042 (0,018)**
4. Educación superior	-0,144 (0,124)+	-0,0101 (0,0251)+

FUENTE: Banco de España, utilizando EFF-2002 y EFF-2005, muestra de 1.554 hogares que adquirieron su vivienda después de 1991 y aún tienen la hipoteca pendiente de pago.

- a Método de estimación: variables instrumentales. Las variables instrumentadas son el tipo de interés y el plazo de vencimiento, interactuados con el nivel educativo del cabeza de familia. La variable que instrumenta el plazo de instrumento es la distancia hasta los 65 años en el momento de la compra, interactuada con el año de concesión del crédito. El tipo de interés se instrumenta como media de los tipos de interés en la muestra por año de compra, edad y educación.
- b Los resultados presentados son las medias de las 5 imputaciones de los datos. Las desviaciones estándar en paréntesis son la media de las de cada imputación, más un término que recoge la variabilidad de las estimaciones.
- c \*\* indica que el estadístico es distinto de cero con un nivel de confianza del 95 %. + indica que la estimación es estadísticamente distinta de las de la fila 3 con un nivel de confianza del 95 %.
- d Para estimar el efecto del plazo del vencimiento sobre el gasto del hogar se supone que el efecto principal, medido para el grupo de educación superior, es cero.
- e Para el resto de regresores, véase cuadro 1.

Finalmente, si bien las consideraciones sobre los posibles efectos de un mayor grado de conocimiento financiero harían esperar una mayor sensibilidad del gasto al plazo de vencimiento para el grupo con menor sofisticación financiera, la evidencia empírica que se obtiene no corrobora tal hipótesis. Dentro del grupo de hogares con un menor nivel de educación, se observa tanto una relación negativa entre consumo y tipos de interés como que la concesión de plazos de vencimiento más largos no ayuda a explicar la evolución del gasto de este subgrupo.

## Conclusiones

Las condiciones financieras para la compra de vivienda pueden condicionar, por distintas vías, las decisiones de consumo de las familias. Cabe esperar, además, que los efectos varíen entre hogares, dependiendo de sus diferentes características. En los últimos años, en España han tenido lugar cambios importantes en dichas condiciones que se han traducido, en general, en una relajación de las mismas y que han coincidido en el tiempo con una caída de la tasa de ahorro de los hogares.

En este contexto, en este trabajo se ha hecho uso de la abundante información que sobre las características de las familias y sobre sus decisiones de endeudamiento, de consumo y de adquisición de una vivienda proporciona la EFF para estimar los efectos de los cambios en las condiciones de los préstamos hipotecarios en España entre 1990 y 2005 sobre el consumo de las familias españolas. De acuerdo con los resultados de dichas estimaciones, el gasto en consumo de los hogares propietarios de vivienda podría aumentar en torno a 3 puntos porcentuales ante un descenso de 100 puntos básicos del tipo de interés de la hipoteca que financia la compra de vivienda. Del mismo modo, un aumento en el plazo del vencimiento de un año podría elevar el consumo en torno a 1,3 pp.

Adicionalmente, los resultados apuntan que la sensibilidad del consumo ante cambios en las distintas condiciones financieras difiere entre grupos de la población definidos por su

crecimiento esperado de la renta. De este modo, la respuesta del gasto en consumo a cambios en el plazo de vencimiento solo es estadísticamente significativa entre los grupos con mayor crecimiento esperado de la renta, para quienes el incremento del consumo se corresponde aproximadamente con la reducción de la carga financiera asociada a ese aumento de un año en el plazo de vencimiento.

Aunque no es el objetivo del trabajo, cabe señalar, finalmente, que estos resultados pueden ser útiles también para evaluar el impacto que la crisis financiera ha podido tener sobre el consumo y para anticipar posibles escenarios de recuperación del gasto en consumo de los hogares en el futuro.

13.9.2011.

## BIBLIOGRAFÍA

- ATTANASIO, O., P. GOLDBERG y E. KYRIADIZOU (2008). «Credit Constraints in the market for consumer durables: Evidence from Micro Data on Car Loans», *International Economic Review*, 49 (2), pp. 401-436.
- BANCO DE ESPAÑA (2010). «Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2008: Métodos, resultados y cambios desde 2005», *Boletín Económico*, diciembre.
- BUCKS, B., y K. PENCE (2008). «Do Borrowers Know Their Mortgage Terms?», *Journal of Urban Economics*, 64 (2), pp. 218-234.
- LUSARDI, A., y P. TUFANO (2009). *Debt Literacy, Financial Experiences, and Overindebtedness*, Documento de Trabajo, Dartmouth College.
- MASIER, G., y E. VILLANUEVA (2011). *Consumption and mortgage initial conditions: evidence from survey data*, Documentos de Trabajo, n.º 1101, Banco de España.

## EL MERCADO ESPAÑOL DE DEUDA DEL ESTADO: DESARROLLOS DESDE EL INICIO DE LA CRISIS

## EL MERCADO ESPAÑOL DE DEUDA DEL ESTADO: DESARROLLOS DESDE EL INICIO DE LA CRISIS

Este artículo ha sido elaborado por Víctor García-Vaquero y Juan Carlos Casado, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

El mercado de deuda del Estado desempeña un papel económico muy importante por, al menos, tres motivos: el grueso de las necesidades de financiación del Estado se cubren mediante los instrumentos negociados en este mercado; estos activos forman parte de la cartera de las entidades de crédito y los utilizan como garantía en operaciones de financiación a corto plazo; y los precios de estos productos sirven como referencia para valorar otros similares emitidos por el sector privado.

La evolución del mercado español de deuda del Estado durante los últimos años se ha visto condicionada por los efectos directos e indirectos de las distintas oleadas de la crisis financiera internacional que se inició en el verano de 2007 y por el contexto de recesión y débil recuperación económica que las ha acompañado. Así, por una parte, el aumento de las necesidades de financiación, asociado al deterioro macroeconómico, se cubrió preferentemente a través de valores negociables, lo que ha derivado en un aumento notable de su saldo vivo. De otro lado, los cambios en la percepción y en la valoración de los riesgos soberanos por parte de los inversores y, más recientemente, el contagio a nuestro país de las tensiones de la deuda soberana originadas en otras economías europeas se han traducido en repuntes de las rentabilidades negociadas, que han venido acompañados de una mayor volatilidad de las cotizaciones.

En este contexto, el presente artículo revisa los desarrollos más relevantes de la evolución del mercado de deuda del Estado durante los últimos años<sup>1</sup>. Concretamente, la sección segunda repasa el curso de las rentabilidades negociadas, la tercera describe el funcionamiento de los mercados primarios, la cuarta se centra en la actividad y liquidez de los secundarios, la quinta caracteriza los principales cambios en las tenencias de deuda del Tesoro Público y, finalmente, en el último apartado se resumen las principales conclusiones.

### Evolución de las rentabilidades negociadas en los mercados secundarios

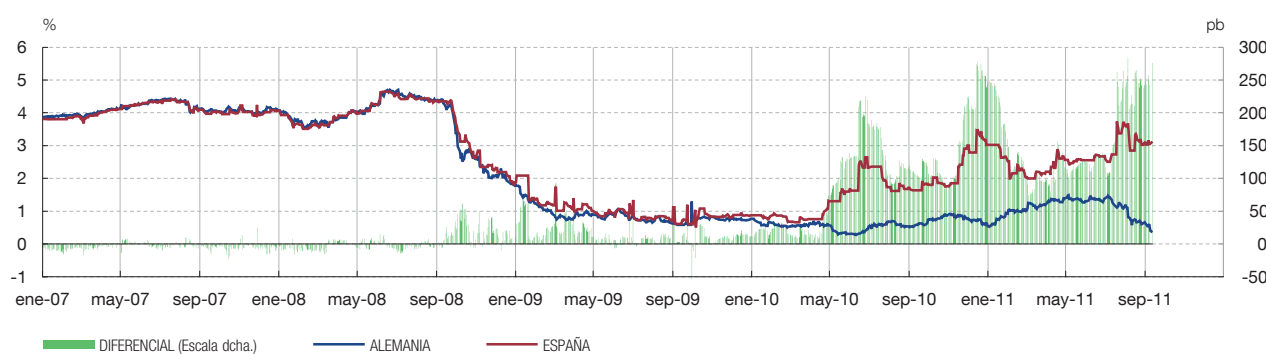
Desde la creación del euro en 1999 y hasta el comienzo de la crisis financiera internacional en el verano de 2007, los diferenciales de rentabilidad a los distintos plazos de las deudas soberanas de los países miembros de la UEM se mantuvieron en niveles reducidos y estables. Desde entonces se ha observado una mayor dispersión y volatilidad de dichos diferenciales, con ampliaciones significativas en algunos países, asociadas a distintos episodios de tensión de diferente duración e intensidad<sup>2</sup>.

Los diferenciales de rentabilidad de la deuda soberana europea empezaron a repuntar durante los primeros meses de 2008 en el contexto de agravamiento de las turbulencias financieras asociadas a los problemas de las hipotecas de alto riesgo (*subprime*), movimiento que afectó especialmente a los plazos largos. Así, en el caso de la deuda española a diez años, el diferencial respecto a la referencia alemana equivalente pasó de 8 puntos básicos (pb) a finales de 2007 a 40 pb a mediados de marzo de 2008 (véase gráfico 1).

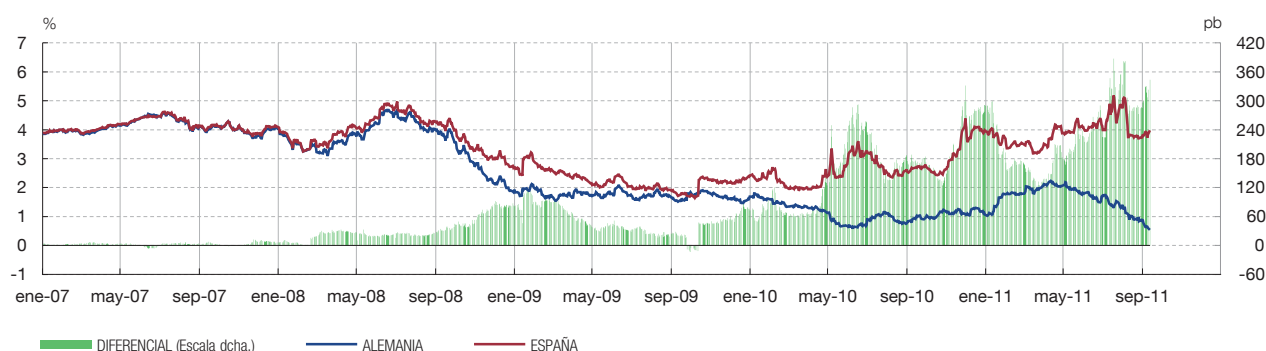
<sup>1</sup> Una descripción pormenorizada de estos desarrollos se puede encontrar en las publicaciones anuales *Mercado de Deuda Pública*, del Banco de España.

<sup>2</sup> Para un mayor detalle de esta evolución, véase Del Río y Marín (2010), *La ampliación de los diferenciales soberanos en la zona del euro durante la crisis*.

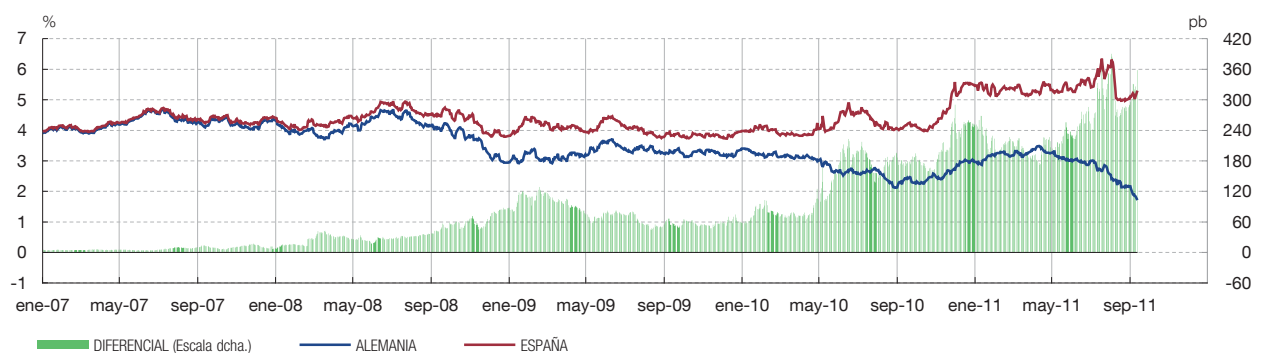
A UN AÑO



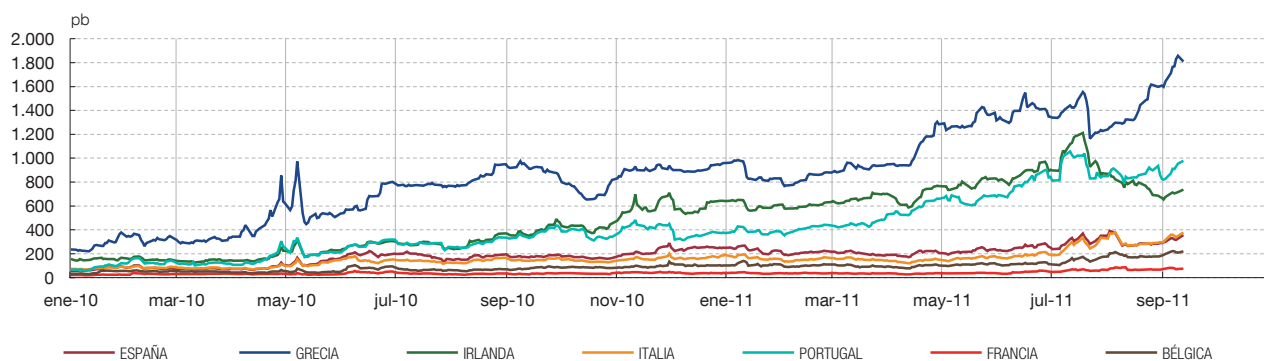
A TRES AÑOS



A DIEZ AÑOS



DIFERENCIAL FRENTE A ALEMANIA DE LA RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: Reuters y Banco de España.

Tras la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers Holdings Inc, en septiembre del mismo año, se observó una trayectoria de fuertes aumentos en estos indicadores en muchas de las deudas soberanas de la UEM, aunque con distinta intensidad. Este movimiento reflejaba el incremento del riesgo percibido por los inversores, en un contexto de peores perspectivas macroeconómicas y de aumento de los pasivos contingentes del sector público (tras las medidas de apoyo a la banca aprobadas en muchos Estados), y la mayor aversión al riesgo. El diferencial de las obligaciones españolas a diez años llegó a alcanzar valores cercanos a los 130 pb en febrero de 2009, si bien este importante ascenso no supuso una elevación del coste de financiación del Estado, ya que fue consecuencia del retroceso de la rentabilidad de los títulos alemanes, que actuaron como valor refugio. En los plazos medios se observó una pauta similar, mientras que en los cortos los repuntes fueron sustancialmente más moderados. Esta evolución vino acompañada, además, de una rebaja, en enero del mismo año, de un escalón en la calificación crediticia otorgada por Standard & Poor's, que la situó en AA+ desde AAA.

Durante los meses posteriores se observó una cierta normalización, de modo que los diferenciales de rentabilidad de la deuda soberana de los países de la UEM frente a la referencia alemana tendieron a reducirse, en un contexto de mejoría de las perspectivas económicas globales y de suavización de las tensiones financieras. Esta pauta se interrumpió bruscamente a finales de año en el caso de la deuda griega, una vez que se conocieron las graves deficiencias en las estadísticas fiscales de esa economía, que mostraban una situación más vulnerable de las finanzas públicas de lo que se pensaba hasta entonces. Ello llevó a un fuerte repunte de las rentabilidades de los activos emitidos por el Estado griego, tendencia que se intensificó durante los meses de primavera ante el aumento del riesgo soberano percibido por el mercado, de forma que en el mes de mayo Grecia se vio obligada a solicitar un préstamo a sus socios y al FMI para poder hacer frente a sus necesidades de financiación. Estas tensiones se extendieron a otros mercados de deuda soberana del área del euro, con distinta intensidad (véase el panel inferior del gráfico 1), lo que dio lugar a la primera oleada de la crisis de deuda soberana. Nuestra economía se encontró entre las afectadas, ya que los desequilibrios que había acumulado, junto con el rápido aumento del déficit público, hacían que, pese a que el saldo de deuda pública era inferior al de la media del área, fuera vulnerable al contagio. De este modo, los tipos de interés de los activos emitidos por el Tesoro tendieron a elevarse en todos los plazos. El ascenso de los diferenciales frente a los títulos equivalentes alemanes fue más acusado, ya que estos últimos descendieron al desplazarse la demanda hacia ellos por su mayor liquidez y seguridad.

A pesar de las medidas tomadas por las autoridades nacionales y supranacionales para hacer frente a las turbulencias, desde entonces se han producido otras oleadas de tensiones en los mercados de deuda soberana de la UEM, de diferente duración e intensidad y con distinto origen, que han vuelto a afectar a nuestro país, y que han derivado en solicitudes de asistencia financiera a la UEM y al FMI por parte de Irlanda (en noviembre de 2010) y de Portugal (en abril de 2011). El episodio que revistió mayor gravedad tuvo lugar durante julio de este año y los primeros días de agosto, siendo su detonante inicial la dificultad para diseñar un nuevo programa de ayuda para Grecia. Durante este período, la rentabilidad de las obligaciones españolas a diez años llegó a superar el 6 % y el diferencial frente al bono alemán se acercó a los 400 pb, lo que supone los niveles más elevados desde la creación de la UEM. No obstante, tras la reactivación del Programa de Mercado de Valores del BCE, anunciado el 7 de agosto, las tensiones se han atenuado notablemente, reduciéndose los tipos de interés a largo plazo en más de un punto porcentual, aunque las primas de riesgo siguen en niveles muy elevados y continúan sujetas a fuertes vaivenes en el momento de cerrar este artículo.

#### **Mercados primarios: emisiones y coste de la deuda**

Estos desarrollos han venido acompañados, además, de rebajas adicionales de la calificación crediticia otorgada por las agencias especializadas a los activos emitidos por el Estado español. Así, Standard & Poor's la redujo en un escalón (de AA+ a AA) en abril de 2010. Fitch lo hizo en mayo del mismo año (desde AAA a AA+), para posteriormente pasar la perspectiva de estable a negativa en marzo de 2011. Y Moody's rebajó su nota en un nivel (desde Aaa hasta Aa1) en septiembre de 2010, y volvió a hacerlo en marzo de 2011 hasta Aa2.

La evolución de los mercados primarios de deuda pública durante los últimos años ha estado condicionada, además de lo comentado en la sección anterior, por el aumento de las necesidades de financiación del Estado. Así, mientras que en el período 2005-2007 las cuentas de la Administración Central registraron superávit, a partir de 2008 se produjo un marcado deterioro de las finanzas públicas asociado tanto al propio desarrollo de la crisis económica —lo que generó un descenso de los ingresos públicos y un aumento de los gastos— como, inicialmente, a la instrumentación de políticas fiscales dirigidas a contrarrestar el retroceso de la demanda privada. Estos desarrollos determinaron que el déficit del Estado se situara en el 2,8 % del PIB en 2008 y que superara el 9,3 % en 2009. Las medidas de consolidación aprobadas en 2010 y la incipiente (aunque débil) recuperación económica permitieron reducir el déficit en ese año hasta el 5 % del PIB<sup>3</sup>.

La cobertura de estas necesidades de financiación se realizó, durante el período analizado, mayoritariamente a través de la emisión de valores negociables, mientras que el recurso al crédito y a otros instrumentos ha sido marginal. En particular, durante los tres últimos años cerrados el incremento de los pasivos del Estado que se ha materializado en títulos del Tesoro se ha situado por encima del 90 %. Como resultado de ello, se ha observado un aumento progresivo del saldo vivo de estos activos, que ha pasado del 26 % del PIB en 2007 hasta el 47 % en junio de 2011.

En cuanto al desglose por instrumentos, durante 2008 y 2009 la importancia relativa de las emisiones a corto plazo (letras del Tesoro) fue relativamente alta en comparación con años anteriores (38 % y 29 %, respectivamente, de las emisiones netas realizadas durante este período, frente a un peso del 10 % en términos del saldo vivo a finales de 2007), evolución que se vio favorecida seguramente por la elevada pendiente que mostraba la curva de rendimientos durante esta etapa. En cambio, a partir de 2010, en un contexto de mayores tensiones en los mercados de deuda, la colocación se centró en los plazos medios y largos, lo que contribuyó a moderar el volumen de refinanciaciones. Así, la proporción del aumento del saldo que se materializó en letras se redujo a solo un 6 % en 2010 y al 4 % en el período enero-julio de 2011.

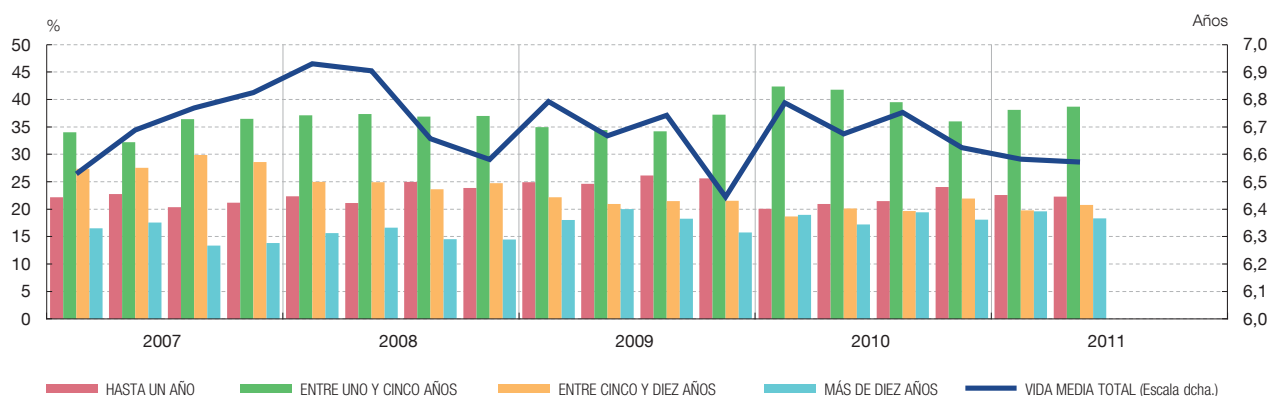
Como resultado de esta evolución, se produjo un descenso de la vida media de los valores emitidos por la Administración Central: desde los 6,82 años a finales de 2007 hasta los 6,44 de 2009, para posteriormente aumentar en 2010 (6,62 años) y estabilizarse a lo largo de 2011 (véase gráfico 2). Un análisis más detallado de los saldos por plazos muestra que el aumento más reciente de la vida media ha resultado del desplazamiento a la derecha de toda la distribución, reduciéndose el peso de los vencimientos a menos de un año y aumentando o manteniéndose en el resto de los tramos representados en el gráfico 2.

Esta evolución ha venido acompañada de algunos cambios en el funcionamiento del mercado primario de deuda del Estado que han respondido a la necesidad de hacer frente a

---

3 En ese mismo período, el déficit del conjunto de las AAPP ascendió al 4,2 %, 11,1 % y 9,2 %, respectivamente.

PERÍODO 2007-2011



FUENTE: Banco de España.

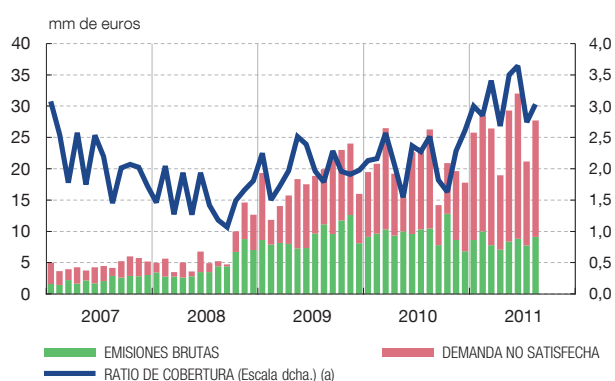
los retos planteados por el nuevo contexto de mayores tensiones financieras y de aumento de las necesidades de financiación. Por una parte, se amplió la gama de instrumentos utilizados y se regularizó la periodicidad de algunas subastas. Así, en el segmento a corto plazo, tras la reintroducción de las letras a seis meses en 2008 y las de dieciocho meses en 2010, se ha configurado un esquema de subastas regulares mensuales con cuatro vencimientos y dos convocatorias: la primera, celebrada en la segunda semana del mes, para las referencias a tres y a seis meses; y la segunda, en la semana posterior, para los activos con vencimiento a doce y a dieciocho meses. Además, se volvió a hacer uso a partir de 2008 de los instrumentos denominados en divisas (que no se utilizaban desde 2005), que han consistido fundamentalmente en programas de Euronotas a medio plazo en dólares y que permitieron aumentar la diversificación de las fuentes de financiación. En esta misma línea, en 2009 se realizó la primera oferta a tipo de interés variable con un vencimiento a tres años y en 2010 a cinco años, si bien con volúmenes reducidos (3,5 mm y 1,5 mm, respectivamente), de modo que el Tesoro continuó emitiendo mayoritariamente valores a tipo de interés fijo. Para este tipo de instrumentos y para la colocación de nuevas referencias se ha utilizado con mayor frecuencia el procedimiento de sindicación bancaria, frente a las subastas, que han seguido siendo, en todo caso, el mecanismo más habitual.

Por otro lado, se ha aumentado el número de los creadores de mercado, favoreciendo con ello un incremento de la competencia, especialmente en segmento de las letras, que han pasado de 13 a 21 instituciones, y también, aunque en menor medida, en el de bonos y obligaciones, con la incorporación de una nueva entidad japonesa, llegándose también a una cifra total de 21 intermediarios. Además, se han actualizado los requisitos para acceder a esta figura y se han flexibilizado los compromisos de cotización y negociación en el mercado secundario (en particular, se han eliminado los volúmenes mínimos y los diferenciales máximos de cotización) para adaptarse mejor a la mayor volatilidad de los mercados.

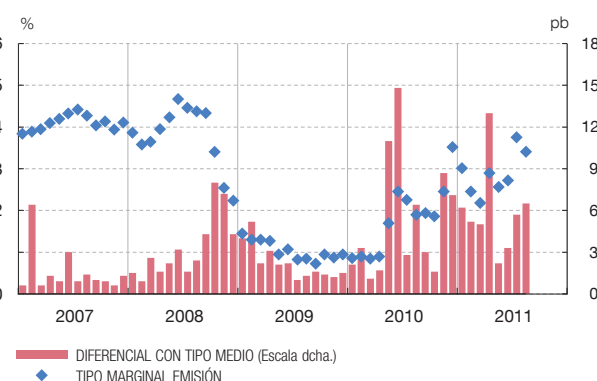
En cuanto al resultado de las subastas, hay que destacar que, a pesar de las turbulencias, la demanda de títulos ha sido elevada, de modo que las ratios de cobertura (relación entre el volumen de peticiones y la cifra de colocación efectiva en cada subasta) se mantuvieron en valores confortables, especialmente en el segmento de letras del Tesoro, en el que se situaron, desde principios de 2010, por encima de dos veces durante la mayoría de los meses (véase gráfico 3). En el caso de los títulos a medio y a largo plazo, este indicador



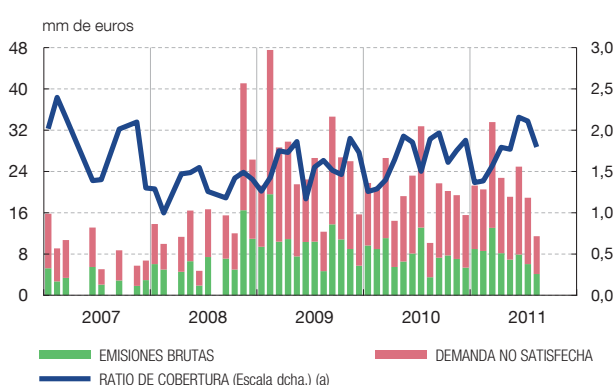
LETRAS DEL TESORO



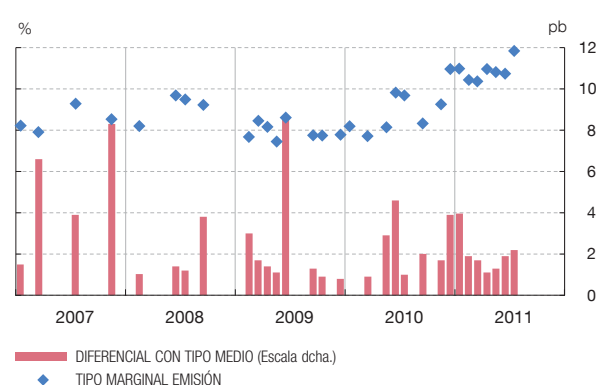
LETRAS DEL TESORO A DOCE MESES



BONOS Y OBLIGACIONES DEL ESTADO



OBLIGACIONES DEL ESTADO A DIEZ AÑOS



FUENTE: Banco de España.

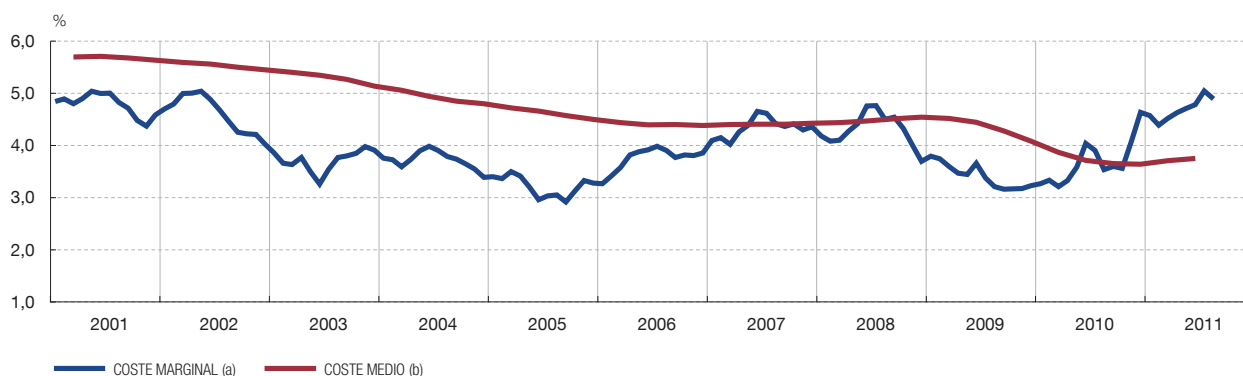
a Número de veces que la demanda cubre la oferta

mostró unos niveles más reducidos, si bien superaron 1,5 veces durante la mayor parte del período. Por su parte, el diferencial entre el tipo medio y el marginal solo repuntó levemente en algunos momentos de tensión, lo que refleja la mayor dispersión de las pujas. Lógicamente, el coste de la emisión ha estado en línea con la evolución de los mercados secundarios, por lo que ha tendido a elevarse durante los episodios de repunte de las rentabilidades. A pesar de ello, tal como ilustra el gráfico 4, los tipos de interés medios efectivos de la deuda viva no han aumentado durante el período reciente, debido a que la relativamente elevada vida media de estos valores y el hecho de que el grueso de las emisiones sean a tipo fijo hacen que estos movimientos se trasladen de una forma muy lenta. Este desarrollo ha contribuido a moderar el ascenso de la carga financiera, que pasó del 1,6 % del PIB en 2008 al 2,2 % a mediados de 2011, incremento que resultó del perfil creciente del saldo de deuda.

### Actividad y liquidez en los mercados secundarios

Tal como se observa en el panel superior del gráfico 5, después del verano de 2007 el volumen de negociación de las operaciones simples (que se constituye por una sola compraventa), las realizadas tanto al contado como a plazo, registró una pauta de suave —pero progresivo— descenso que se mantuvo a lo largo de 2008 y en la primera parte de 2009, coincidiendo con el inicio de la crisis *subprime* y su agravamiento tras la quiebra de Lehman Brothers. Sin embargo, desde finales de este último año se aprecia una tendencia alcista

PERÍODO 2007 - 2011



FUENTE: Banco de España.

- a Calculado como el tipo de interés en el mercado secundario de cada referencia ponderado por sus correspondientes saldos vivos.  
b Calculado como la carga por intereses acumulada en cuatro trimestres entre el promedio anual del saldo vivo de la deuda.

que se extiende a lo largo de 2010 y los meses transcurridos de 2011, paralela al desarrollo de la crisis de la deuda soberana y de la mayor volatilidad de los precios de la deuda.

El desglose por instrumentos revela que los bonos y obligaciones han seguido teniendo un elevado protagonismo, tal como había ocurrido en el pasado, de modo que han supuesto en media del período analizado en torno al 85 % del volumen total contratado. Sin embargo, resulta destacable el aumento progresivo del peso de las letras a lo largo de los tres últimos años, que ha pasado del 12 % a finales de 2008 al 20 % en julio de 2011, lo que está en línea con la evolución del mercado primario y con la mayor demanda de estos activos. Por tipo de transacción, la operativa al contado ha crecido en mayor medida que la realizada a plazo, pasando de representar el 89 % a finales de 2007 a más del 98 % del importe negociado, a mediados de 2011.

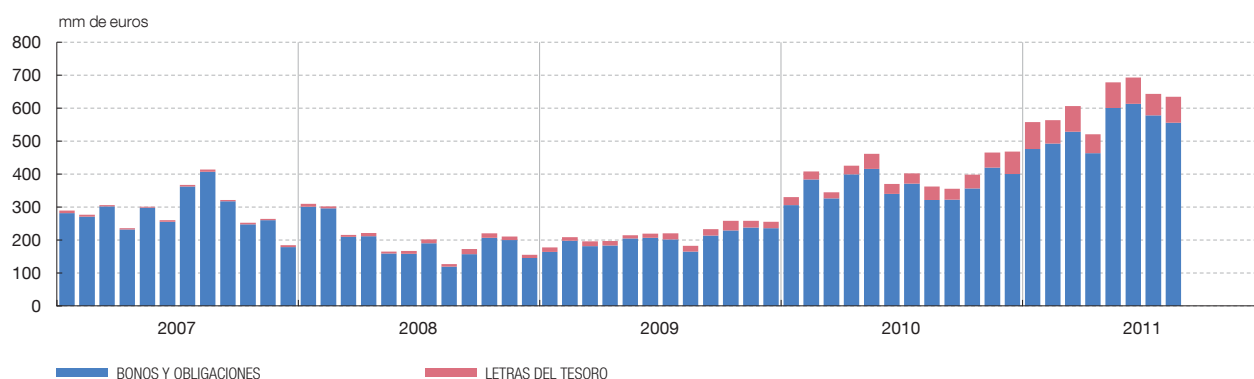
La evolución de las ratios de rotación (cociente entre el volumen negociado y el saldo en circulación) evidencia también incrementos desde finales de 2009, tanto en el segmento de letras como en el de bonos y obligaciones, lo que revela que el repunte de la actividad no se explica solo por el aumento de la oferta de títulos disponible. Sin embargo, otros indicadores más directos de la liquidez del mercado, como el diferencial comprador-vendedor<sup>4</sup>, muestran que la liquidez se resintió puntualmente durante los episodios de mayor tensión (véase el panel inferior del gráfico 5).

En la operativa doble (*repos* y simultáneas), que consiste en transacciones<sup>5</sup> por las cuales los agentes se prestan fondos a corto plazo entre sí con la garantía de los títulos, se ha observado, en cambio, una pauta de menor actividad en el mercado español de deuda anotada durante los últimos años. A esta evolución ha contribuido previsiblemente el desplazamiento de la negociación hacia plataformas europeas que liquidan sus posiciones con una cámara de contrapartida central (como LCH.Clearnet o Eurex Clearing), que se ha

4 La diferencia entre el precio de oferta y el de demanda a los que cotizan los creadores de mercado aproxima uno de los componentes del coste en el que incurrir los agentes que compran y venden en el mercado. Cuanto más líquido es un mercado, más reducidos son estos costes.

5 La operación doble es la constituida por dos compraventas vinculadas de sentido contrario, contratadas al mismo tiempo pero con momentos de liquidación distintos.

## DEUDA PÚBLICA. IMPORTES NEGOCIADOS (OPERACIONES SIMPLES)



## DIFERENCIAL COMPRA-VENTA OBLIGACIONES A DIEZ AÑOS (a)



FUENTES: Bloomberg y Banco de España.

a Media móvil de cinco días.

visto favorecido por el menor riesgo en comparación con las operaciones bilaterales, en el que incurren los agentes que proporcionan financiación a las entidades españolas al repartirse el riesgo entre un mayor número de participantes.

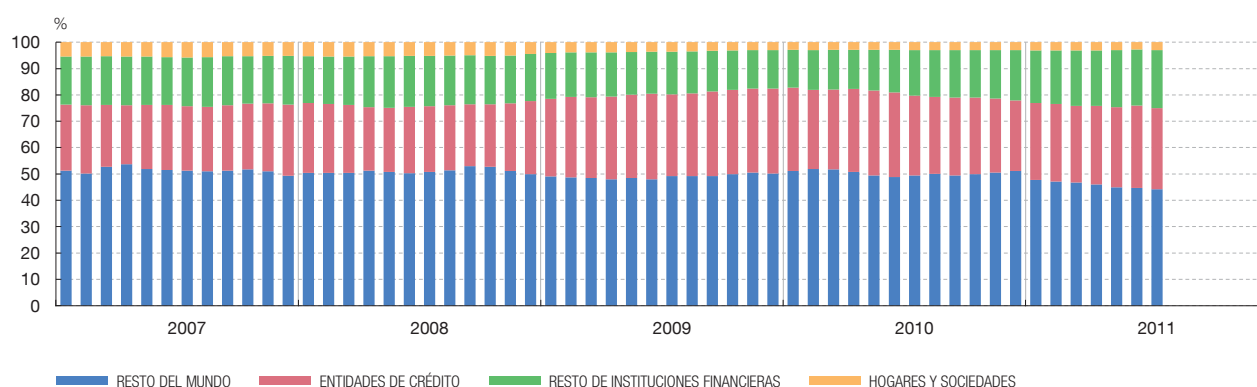
## Tenedores

El análisis de la distribución de la deuda según tenedores muestra que los no residentes han mantenido un peso relativo próximo al 50 % durante la mayor parte del período analizado en términos de la cartera a vencimiento<sup>6</sup> (véase el panel superior del gráfico 6). Esta proporción apenas se ha modificado durante estos años, a pesar del importante aumento del saldo vivo y de las tensiones en los mercados de deuda. Durante la parte transcurrida de 2011 se observa, sin embargo, un leve descenso de este porcentaje, si bien la inversión neta del resto del mundo en los valores emitidos por el Tesoro español desde que se inició la crisis de la deuda soberana en la primavera de 2010 es positiva. El desglose por instrumentos muestra un aumento del peso de las letras a lo largo de 2009, tendencia que se ha interrumpido posteriormente. Por tanto, estos agentes absorbieron una parte destacada del incremento del saldo vivo de estos instrumentos observado ese año.

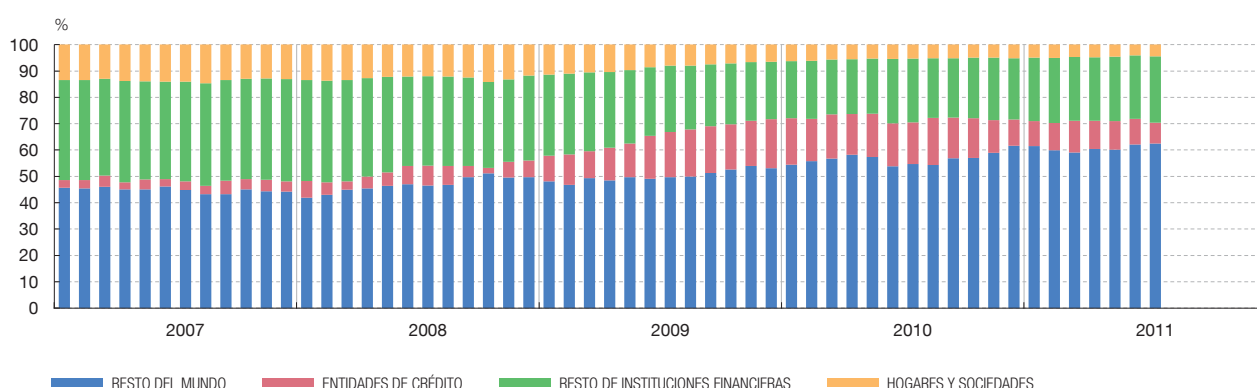
La información disponible sobre el origen geográfico de las inversiones foráneas muestra un aumento importante, a lo largo del período analizado, de las procedentes de Asia, lo

<sup>6</sup> La cartera a vencimiento tiene en cuenta exclusivamente las compras en firme y no incluye, por tanto, las adquisiciones y cesiones temporales.

## CARTERA A VENCIMIENTO



## CARTERA REGISTRADA



FUENTE: Banco de España.

que está en línea con los elevados excedentes de balanza de pagos de esa región. Por tipos de agentes, destaca el incremento del peso relativo de los bancos centrales y organismos internacionales, así como el de las empresas no financieras y familias, mientras que el de la banca extranjera ha tendido a reducirse.

Por su parte, el peso de las tenencias a vencimiento de las entidades de crédito nacionales se ha situado durante el período analizado entre un cuarto y un tercio del saldo de valores negociables, con un perfil que ha sido moderadamente creciente (desde un 24 % en 2007 hasta un 32 % en 2011), aunque con algunas oscilaciones.

La cartera a vencimiento del resto de instituciones financieras (entre las que se encuentran los fondos de inversión, los de pensiones y las empresas de seguros) ha experimentado una pérdida de peso desde finales de 2007 hasta mediados de 2009, momento en el que se inició un avance suave pero progresivo, superando a mediados de 2011 el 21 % del total de deuda, en un contexto de mayor preferencia de los agentes por activos nacionales, fenómeno que también se ha observado en otras economías.

Por último, las tenencias de deuda del Estado de los hogares y las sociedades no financieras han venido siendo relativamente reducidas, lo que refleja el hecho de que la participación de estos agentes se produce fundamentalmente de forma indirecta a través de los inversores institucionales. Además, el peso relativo de sus inversiones en estos instru-

mentos ha tendido a caer durante los últimos años, en un contexto de mayor competencia procedente de los depósitos bancarios.

La distribución por tenedores en términos de la cartera registrada, que se obtiene al sumar a las compras en firme las adquisiciones temporales y restar las cesiones, presenta un patrón bastante distinto (véase el panel inferior del gráfico 6). Así, en comparación con la cartera a vencimiento, se detecta un mayor peso de las instituciones financieras distintas de las entidades de crédito y del sector privado no financiero, lo que revela que ambas agrupaciones adquieren temporalmente estos títulos, fundamentalmente a las entidades de crédito, para las que se observa lo contrario, ya que usan estas transacciones como un medio para obtener financiación. La evolución durante los últimos años evidencia que estos intermediarios han tendido a captar estos fondos en mayor medida operando con no residentes, especialmente desde el otoño de 2010, una vez que varias entidades españolas se dieron de alta en cámaras de contrapartida central internacionales y una proporción creciente de estas operaciones ha pasado a liquidarse en estos sistemas.

## Conclusiones

Durante los últimos años, la evolución del mercado de deuda del Estado se ha visto condicionada por los efectos directos e indirectos del desarrollo de las distintas oleadas de la crisis financiera internacional y del débil crecimiento económico que las ha acompañado. En particular, ello se ha traducido en un sustancial aumento de las necesidades de financiación y en sucesivos episodios de incrementos de las rentabilidades y de su volatilidad. A pesar de este contexto, las subastas de títulos se han resuelto con unas ratios de cobertura holgadas, aunque, en línea con el curso de las rentabilidades negociadas en los mercados secundarios, se han producido repuntes en los tipos de interés de las emisiones. Estos ascensos no se han traducido en elevaciones del coste medio efectivo de financiación gracias a la relativamente elevada vida media de la deuda y al hecho de que el grueso de las emisiones es a tipo fijo. En los mercados secundarios, la actividad al contado ha mostrado una pauta de mayor dinamismo desde finales de 2009, aunque la liquidez se ha resentido durante algunos momentos puntuales. Por último, la distribución por tenedores de los títulos no ha experimentado variaciones significativas a lo largo del período analizado en este artículo.

12.9.2011.

EL PROCESO DE AJUSTE ECONÓMICO DESPUÉS DE CRISIS FINANCIERAS:  
UNA PERSPECTIVA HISTÓRICA

## EL PROCESO DE AJUSTE ECONÓMICO DESPUÉS DE CRISIS FINANCIERAS: UNA PERSPECTIVA HISTÓRICA

Este artículo ha sido elaborado por Galo Nuño, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales<sup>1</sup>.

### Introducción

La severidad de los desequilibrios financieros generados en las economías avanzadas durante la fase expansiva previa estuvo en el origen de la crisis actual y explica que desde el año 2008 un elevado número de países desarrollados haya experimentado la recesión más profunda de las últimas décadas y que la recuperación se esté produciendo a un ritmo extremadamente lento. En el gráfico 1 se ilustran la fuerte contracción en el crecimiento del PIB y el notable repunte de la tasa de desempleo, para los casos de Estados Unidos, Reino Unido y el área del euro.

La literatura económica ha puesto de manifiesto que las recesiones asociadas a crisis financieras resultan especialmente agudas y prolongadas<sup>2</sup>. Estos trabajos subrayan que las recesiones asociadas a crisis financieras son el resultado de expectativas excesivamente optimistas sobre el crecimiento de la renta y la riqueza, que propician una expansión muy pronunciada del crédito y del apalancamiento de los agentes privados. Cuando estas expectativas no se materializan, se produce una brusca corrección del gasto privado —tanto mayor cuanto más amplios sean los desequilibrios acumulados en los balances privados— y la posterior recuperación de la economía debe apoyarse prioritariamente en la demanda pública y en la externa, mientras dura el proceso de saneamiento de la posición financiera de familias y empresas. Como se aprecia en el gráfico 1, tras la crisis actual se ha producido una importante recuperación del saldo ahorro-inversión del sector privado, en paralelo con un deterioro del saldo público, resultante del funcionamiento de los estabilizadores automáticos y de la adopción de medidas fiscales discrecionales encaminadas a atenuar el impacto de la recesión.

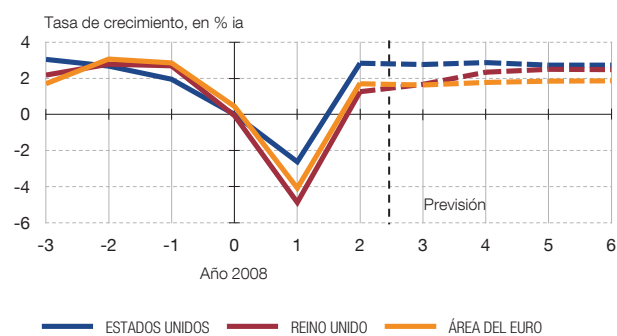
Dada la similitud que se observa entre las dinámicas económicas de los distintos países en el episodio actual, en este artículo se analiza en qué medida este patrón de ajuste está en consonancia con la evidencia histórica de crisis anteriores y cuál es el perfil de evolución previsible en la recuperación actual. Para ello, se utiliza una base de datos con información de 46 crisis financieras ocurridas en el período que se extiende desde 1980 hasta 2008 y se estudia la dinámica de las principales variables macroeconómicas tras el inicio de una crisis. Las características de las fases de recuperación de las economías después de un período recesivo dependen, en gran medida, de la naturaleza de la expansión que precedió a la recesión —y, por tanto, de los desequilibrios presentes en la economía— y del marco de políticas macroeconómicas vigente. Por este motivo, en el presente artículo se exploran las diferencias en el perfil de recuperación tras una crisis financiera en función de la posición externa de la economía (con déficit o superávit por cuenta corriente) y del régimen de tipo de cambio al comienzo de la crisis.

El grado de sincronización de las crisis es un elemento que condiciona decisivamente el perfil de la recuperación. Esto supone un obstáculo adicional en la coyuntura actual, en la que la recesión ha adquirido un carácter global y muchas economías avanzadas aún están lastradas por la existencia de desequilibrios. Así, cuanto más global sea la crisis, menor será el papel potencial de la demanda externa en la salida de la misma. Los episodios incluidos en la muestra de crisis financieras empleadas en este artículo no han alcanzado la

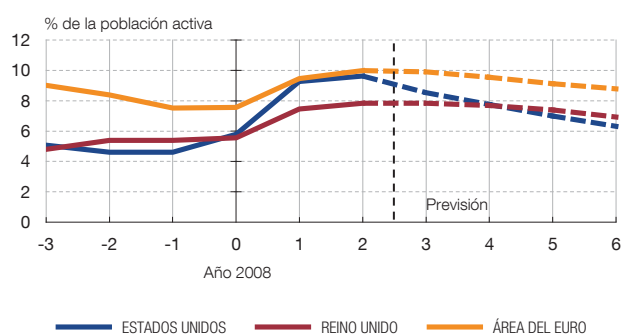
<sup>1</sup> El autor desea agradecer la asistencia técnica de Gabriel Aparicio, Álvaro Claudio y Richard Doval.

<sup>2</sup> Véanse, por ejemplo, Terrones et ál. (2009) y las referencias allí citadas.

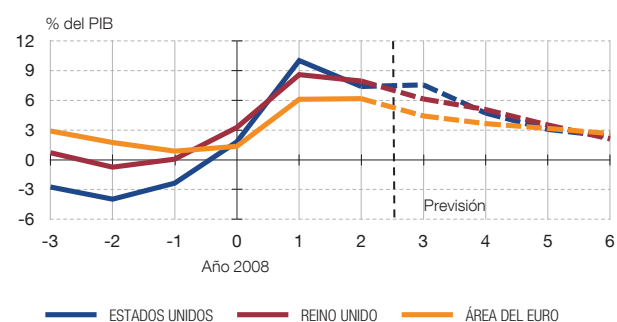
## PIB



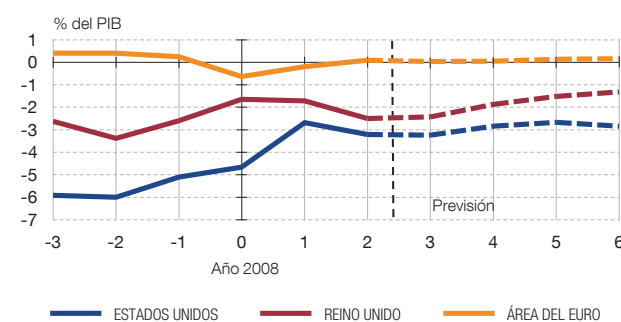
## DESEMPLEO



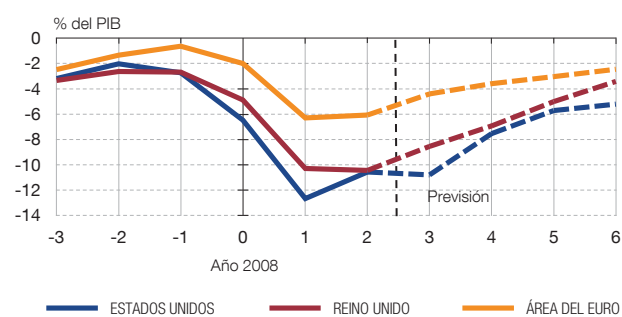
## SALDO PRIVADO (b)



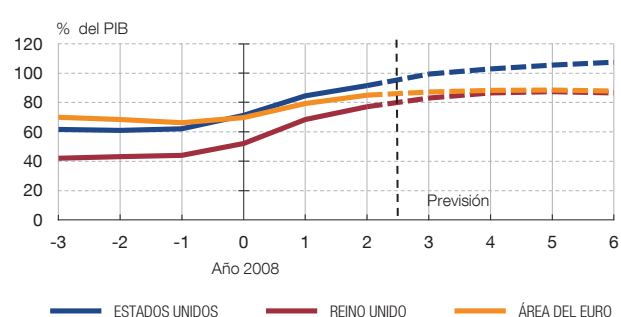
## SALDO EXTERNO



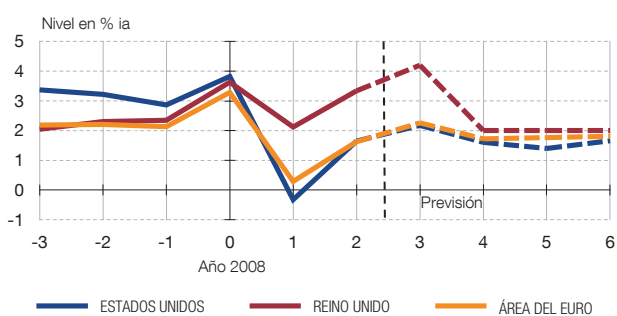
## SALDO PÚBLICO



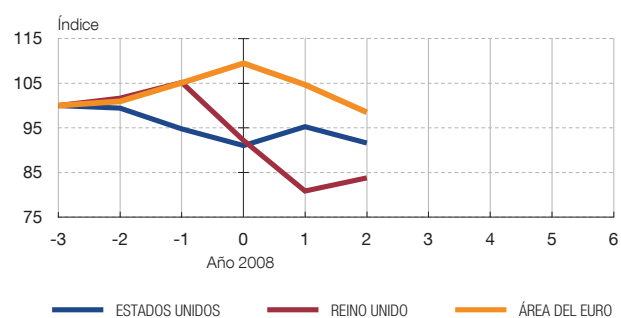
## DEUDA PÚBLICA



## INFLACIÓN



## TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL



FUENTES: *World Economic Outlook* (WEO), Economist Intelligence Unit, OCDE y Banco Mundial.

a Los datos correspondientes a las previsiones provienen de FMI (WEO abril 2011). El año 0 corresponde al año 2008.

b El saldo privado se calcula como la diferencia entre el saldo por cuenta corriente y el saldo público.



extensión geográfica de la actual. Esta se ha comparado con la Gran Depresión de 1929-1933 —la última gran crisis financiera de carácter global—, que propició un período prolongado de estancamiento económico y que sigue constituyendo una importante referencia en el diseño de las políticas macroeconómicas. Por este motivo, se incluye un recuadro que repasa el origen y la evolución de la crisis de 1929 (con especial énfasis en Estados Unidos, a la sazón eje central del sistema monetario internacional) y el papel de las políticas macroeconómicas y del régimen del patrón oro en la génesis y resolución de aquella crisis.

La comparación de la recuperación actual con otras fases de salida de crisis financieras puede permitir evaluar mejor las perspectivas de crecimiento a corto y a medio plazo, y explicar las dificultades que las economías avanzadas están teniendo para retomar, de un modo sostenido, tasas de crecimiento similares a las del período previo a la crisis.

## Aspectos metodológicos

El análisis de los procesos de ajuste macroeconómico tras crisis financieras presentado en este artículo descansa en la compilación de una base de datos con información sobre las principales variables macroeconómicas en episodios de crisis financieras en diversos países —tanto avanzados como emergentes— durante el período 1980-2008. Conviene enunciar los aspectos metodológicos más relevantes del ejercicio realizado. En primer lugar, la datación de las crisis financieras se basa en el enfoque de Reinhart y Rogoff (2009), quienes definen una crisis financiera como una situación en la que se produce la liquidación, fusión, adquisición o rescate, con intervención del sector público, de una o más entidades financieras, sea o no consecuencia de un pánico bancario<sup>3</sup>. Con los datos disponibles, se han identificado 46 crisis financieras en 29 países.

Se han utilizado dos criterios para dividir la muestra de episodios de crisis financieras: el signo del saldo de la cuenta corriente y el régimen cambiario existentes en el momento previo al desencadenamiento de la crisis. La muestra incluye 34 crisis en las que el país correspondiente partía de una situación de déficit por cuenta corriente; de ellas, 24 ocurrieron en países con tipos de cambio fijo, y las diez restantes, en economías con tipos flexibles. Los doce episodios restantes tuvieron lugar en países que registraban superávit por cuenta corriente al inicio de la crisis. En este caso, debido a su reducido número, no se realiza ninguna subdivisión<sup>4</sup>.

El artículo se centra en el análisis de la evolución seguida por diversas variables macroeconómicas en torno al momento de ocurrencia de la crisis financiera, de acuerdo con la datación realizada<sup>5</sup>. Para ello, en los gráficos donde se muestran los principales resultados se presentan el valor medio de cada variable en los distintos episodios y una banda que indica una desviación estándar respecto a dicha media. Para facilitar la comparación entre episodios, todas las variables se normalizan tomando como cero el año previo al inicio de la crisis, con excepción de la tasa de crecimiento del PIB y la inflación, que se presentan en desviaciones con respecto a sus medias de largo plazo<sup>6</sup>.

3 En la terminología de Reinhart y Rogoff (2009), a estos episodios se les denomina «crisis bancarias».

4 Los episodios considerados incluyen 15 casos de crisis en economías desarrolladas y 31 en emergentes.

5 Las variables utilizadas y sus fuentes son las que se indican seguidamente. PIB real: *World Economic Outlook* (WEO); inflación: WEO y Economist Intelligence Unit (EIU); saldo externo (saldo de la balanza por cuenta corriente): WEO; saldo público: WEO y EIU; deuda bruta pública: WEO; tasa de desempleo: Banco Mundial, WEO y EIU; tipo de cambio efectivo real: Reinhart y Rogoff (2009).

6 La normalización se lleva a cabo del siguiente modo. Para las series en tasa de crecimiento interanual (crecimiento del PIB e inflación), se calcula la diferencia respecto a un promedio. Para el PIB, el promedio usado corresponde a las tasas de crecimiento del mismo durante los diez años anteriores a la crisis. Para la inflación, este promedio es de los tres años anteriores. En el resto de variables se resta el valor obtenido en el año anterior a la crisis, de modo que dichas variables tienen valor cero en ese punto.

Finalmente, cabe destacar que el ejercicio realizado adolece de algunas limitaciones. Por un lado, la muestra presenta una notable heterogeneidad: en particular, los episodios contemplados incluyen crisis experimentadas tanto por países desarrollados como por emergentes. Es bien sabido que en períodos de estrés las economías emergentes tienden a enfrentarse a dificultades severas en el acceso a la financiación, sobre todo externa, lo que tiende a agudizar la magnitud del ajuste. Por otro lado, los criterios de ponderación y normalización utilizados no tienen en cuenta el peso económico de cada país considerado ni la magnitud y profundidad de las diferentes crisis, por lo que los resultados reflejan las dinámicas de ajuste ante una «crisis financiera media», pero no permiten valorar la incidencia de la intensidad de la crisis sobre el perfil de evolución de las variables macroeconómicas. Ambas limitaciones obligan a interpretar los resultados del análisis con una cierta cautela.

#### **La dinámica del ajuste macroeconómico tras una crisis financiera**

La actual crisis no es, en absoluto, la primera crisis financiera del período de postguerra, si bien ha alcanzado una severidad y un grado de sincronización sin precedentes posteriores a la Gran Depresión. No obstante, el episodio actual comparte algunas características con recesiones ocurridas en las últimas décadas que, aunque han revestido un carácter más local y han tenido una menor profundidad, han estado también vinculadas a crisis financieras. Así, al final del último ciclo expansivo numerosas economías desarrolladas —y algunas emergentes— presentaban una situación caracterizada por un elevado endeudamiento de los agentes privados —como resultado de un período prolongado de expansión crediticia— y una sobrevaloración de activos. Estos rasgos estuvieron también presentes, en diverso grado, en las crisis financieras acaecidas en las tres últimas décadas. Por este motivo, resulta relevante conocer cuál fue el patrón de ajuste posterior.

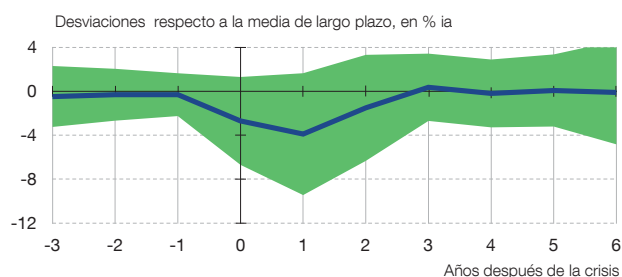
#### **EL PAPEL DEL SALDO EXTERIOR: PAÍSES CON DÉFICIT FRENTE A PAÍSES CON SUPERÁVIT**

El proceso de recuperación tras una crisis financiera se caracteriza —en comparación con los que tienen lugar tras una recesión causada por otro tipo de perturbación— por una marcada recomposición de los balances de empresas y familias, que contribuye a la atonía prolongada de la demanda interna, y por el saneamiento de las cuentas de las entidades bancarias. No obstante, como se mencionó en la introducción, la naturaleza de los desequilibrios presentes en la economía al comienzo de la crisis condiciona la senda de las principales variables macroeconómicas en la fase de recuperación. En particular, las necesidades de financiación exterior al comienzo de la crisis —reflejadas en una balanza por cuenta corriente negativa— constituyen un determinante importante en la dinámica de salida de la recesión.

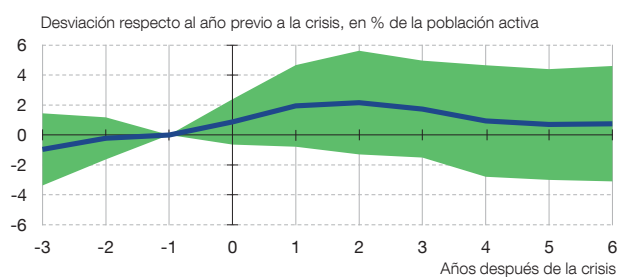
En los gráficos 2 y 3 se presenta el perfil de evolución promedio de un conjunto de variables macroeconómicas en el período posterior al desencadenamiento de una crisis financiera, distinguiendo entre la evolución en países que presentaban un déficit por cuenta corriente al comienzo de la crisis y en economías que exhibían un saldo exterior positivo. Las bandas de color verde dan una idea de la dispersión del comportamiento medio y, por lo tanto, de la significatividad de los resultados. La principal diferencia entre los patrones de ajuste en ambos casos estriba en la marcada corrección del saldo externo que se produce en aquellos episodios que tuvieron lugar en países deficitarios, mientras que en las economías con superávit no solo no se produce dicha corrección, sino que el saldo exterior se deteriora ligeramente tras el inicio de la crisis.

La razón para este comportamiento diferencial es que, en el caso de los países deficitarios, donde la fase expansiva está financiada por capital externo, las crisis financieras

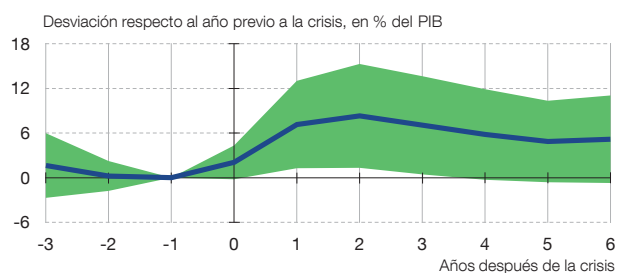
## PIB



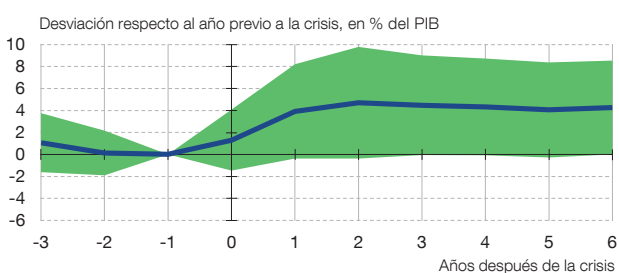
## DESEMPLEO



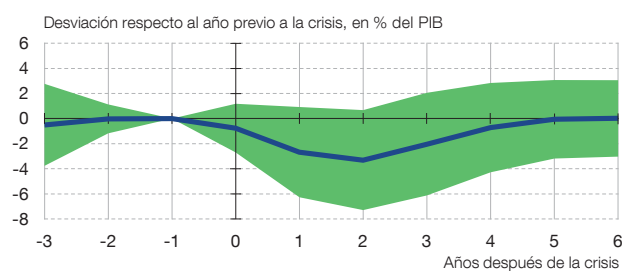
## SALDO PRIVADO



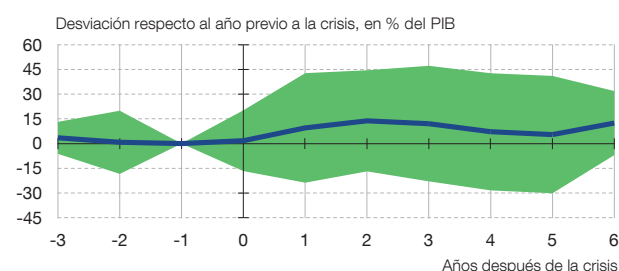
## SALDO EXTERNO



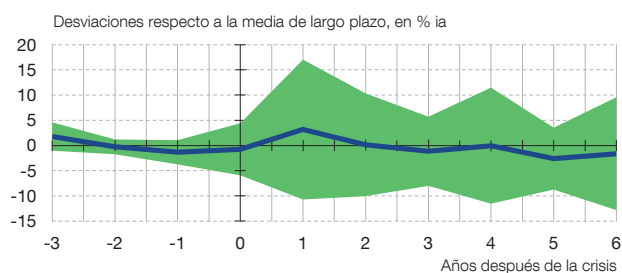
## SALDO PÚBLICO



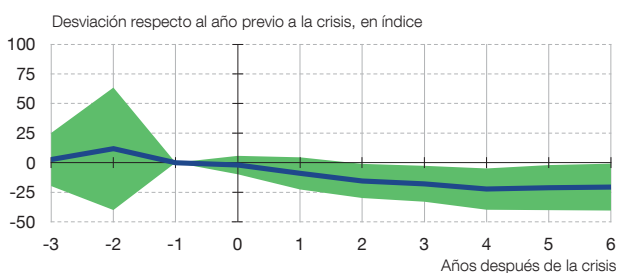
## DEUDA PÚBLICA



## INFLACIÓN



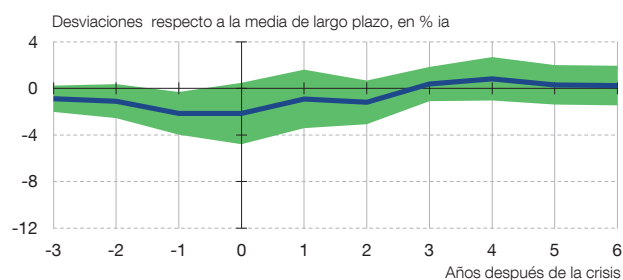
## TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL



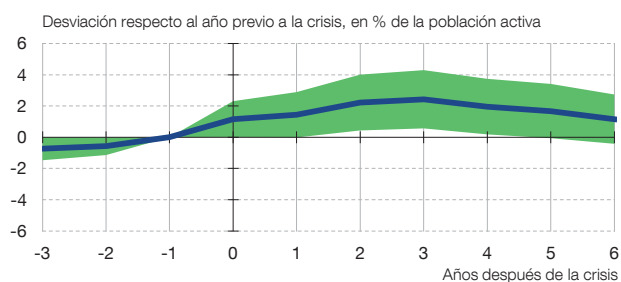
FUENTES: *World Economic Outlook* (WEO), Economist Intelligence Unit, OCDE y Banco Mundial.

a El área en verde indica una desviación estándar alrededor de la media (línea azul). Tanto la media como la desviación estándar se calculan utilizando la muestra de países disponibles en cada uno de los grupos.

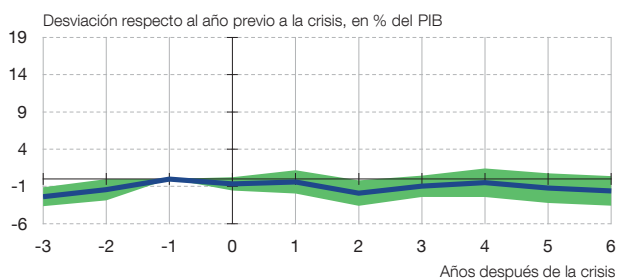
## PIB



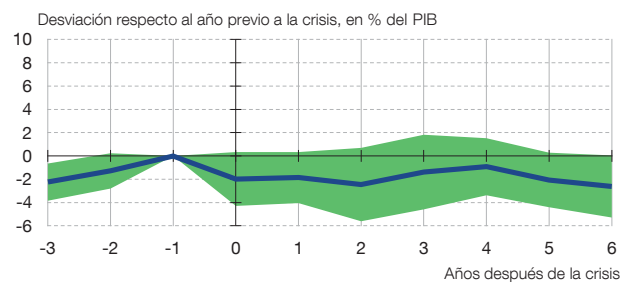
## DESEMPLEO



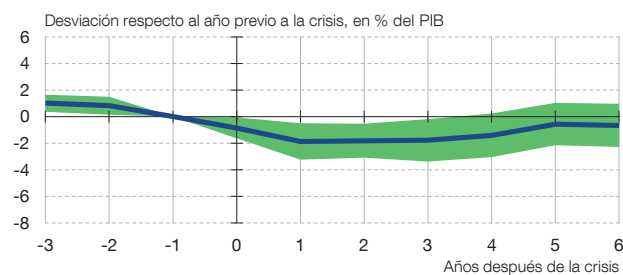
## SALDO PRIVADO



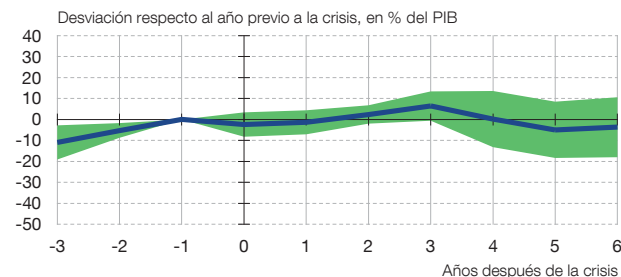
## SALDO EXTERNO



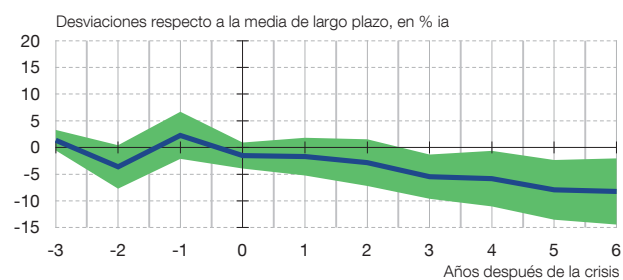
## SALDO PÚBLICO



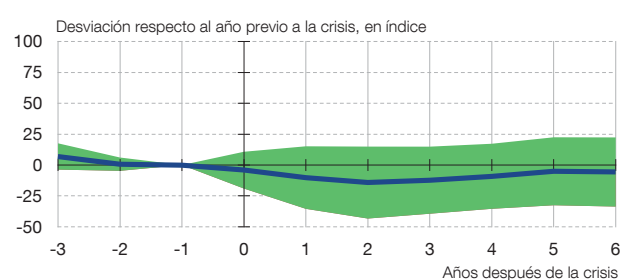
## DEUDA PÚBLICA



## INFLACIÓN



## TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL



FUENTES: *World Economic Outlook* (WEO), Economist Intelligence Unit, OCDE y Banco Mundial.

a El área en verde indica una desviación estándar alrededor de la media (línea azul). Tanto la media como la desviación estándar se calculan utilizando la muestra de países disponibles en cada uno de los grupos.

favorecen una disminución de las entradas de capitales extranjeros, por lo que la financiación del déficit exterior se reduce, forzando al sector privado (hogares y empresas) a reducir su consumo e inversión<sup>7</sup>. Como señalan Kaminsky y Reinhart (1999), en las recesiones que se producen tras un período prolongado de expansión sostenido por un crecimiento pronunciado del crédito y por entradas de capitales no es infrecuente que la crisis del sector bancario acabe dando lugar a una crisis cambiaria (*twin crisis* o crisis gemelas), en la que los inversores extranjeros intentan liquidar rápidamente sus posiciones internas. Como se aprecia en el gráfico 2, en los episodios de crisis que han afectado a países deficitarios la intensidad del proceso de saneamiento del sector privado permite compensar el deterioro de las finanzas públicas asociado a las crisis, de modo que el saldo por cuenta corriente experimenta una mejoría en relación con la situación previa. El deterioro fiscal observado es el resultado de la caída de ingresos impositivos, derivada de la contracción de la actividad y, en algunos casos, del incremento del gasto público (por ejemplo, de los subsidios de desempleo). También las medidas de estímulo fiscal aplicadas para contener la crisis pueden contribuir a este deterioro fiscal, si bien las dificultades de financiación suelen inducir, sobre todo en las economías emergentes —y, en particular, en las que presentaban elevadas necesidades de financiación—, un sesgo contractivo en la política fiscal en períodos de estrés financiero<sup>8</sup>.

Por su parte, en el caso de los episodios de crisis experimentados por países con superávit, el ahorro interno disponible en estas economías al inicio de la crisis proporciona un mayor margen de maniobra en el ajuste. Al no depender del ahorro exterior, estas economías son menos vulnerables a las perturbaciones externas y tienen mayor capacidad para poner en marcha medidas estabilizadoras. En el gráfico 3 se aprecia —para el promedio de los episodios de crisis que han afectado a países con superávit corriente— que el aumento del déficit público no se ve compensado por una mejora del ahorro privado, de modo que, a diferencia de lo observado en las crisis de países deficitarios, no se produce una mejora del saldo externo. Por otro lado, también es reseñable la menor contracción en términos de PIB de las crisis que afectan a países con superávit, lo que sería también indicativo de ese mayor margen de maniobra para poner en marcha políticas de estímulo a la demanda interna.

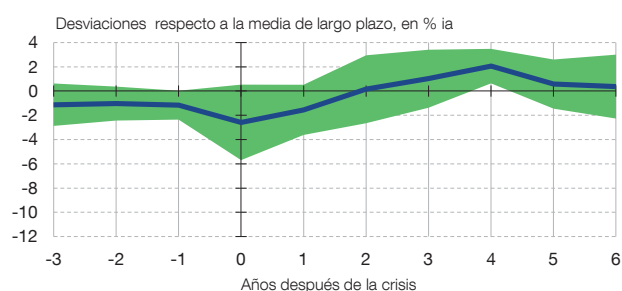
#### EL PAPEL DEL TIPO DE CAMBIO: FIJOS FRENTE A FLEXIBLES

Junto con la dependencia de la financiación exterior, otro factor que condiciona el patrón de ajuste tras una crisis financiera es el marco de políticas macroeconómicas, y en particular el régimen de tipo de cambio y la estrategia de política monetaria. En los gráficos 4 y 5 se presenta el patrón de ajuste promedio tras las crisis financieras padecidas por países deficitarios, en función del régimen de tipo de cambio en vigor en el momento de la crisis. En principio, los países con tipos de cambio flexibles están más expuestos a sufrir un fuerte ajuste cambiario. No obstante, aquellas economías con tipos de cambio fijo también pueden estar sometidas a importantes presiones depreciatorias, que pueden derivar, eventualmente, en una crisis cambiaria, si no logran defender la paridad. Como contrapartida de la mayor variabilidad del tipo de cambio, los países con flexibilidad cambiaria disponen de una mayor capacidad en la instrumentación de la política monetaria para hacer frente a los efectos de las crisis. No obstante, también en ocasiones los países con tipo de cambio flexible han tenido que instrumentar políticas monetarias contractivas (incrementos en los tipos de interés) en situaciones de estrés, para mitigar la salida de

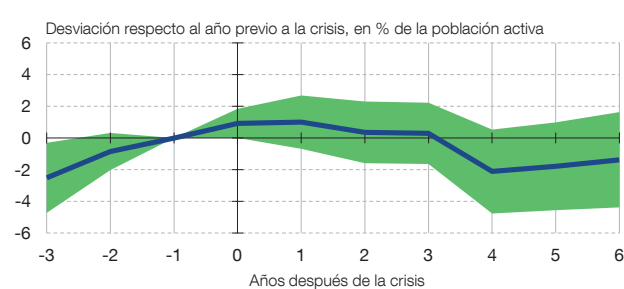
<sup>7</sup> En algunos casos, principalmente en economías emergentes, pueden llegar a producirse procesos de «frenazos repentinos» (*sudden stops*). Véase, por ejemplo, Aguiar y Gopinath (2007).

<sup>8</sup> Véase Alberola y Montero (2006).

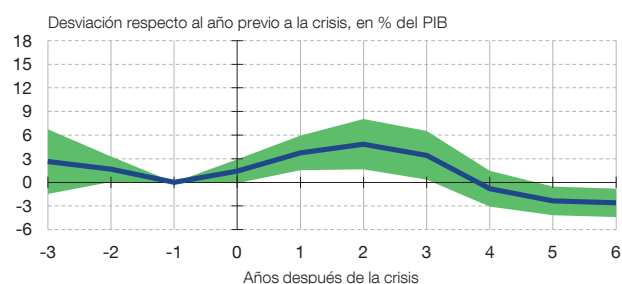
## PIB



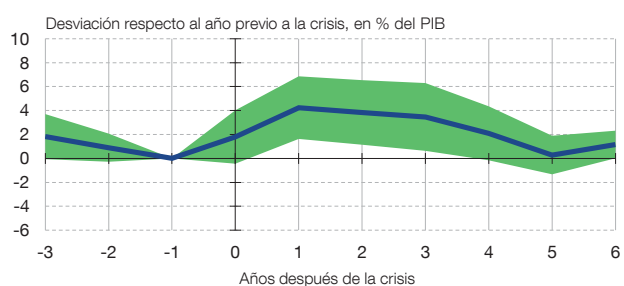
## DESEMPLEO



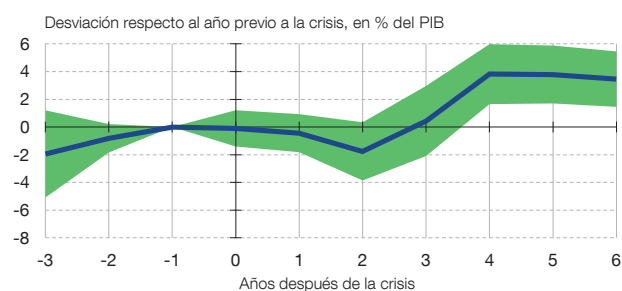
## SALDO PRIVADO



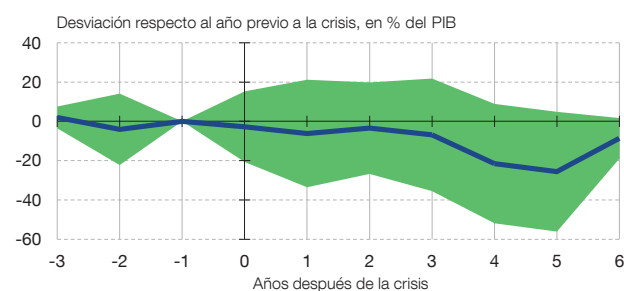
## SALDO EXTERNO



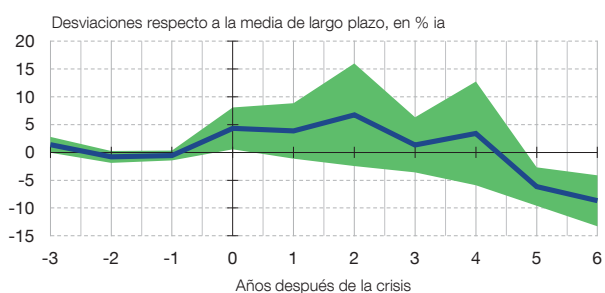
## SALDO PÚBLICO



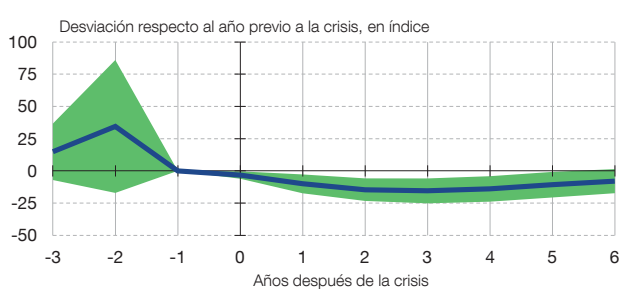
## DEUDA PÚBLICA



## INFLACIÓN



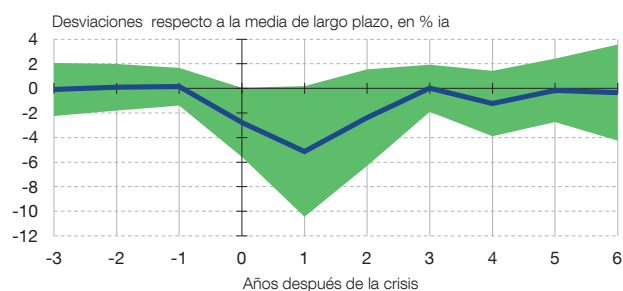
## TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL



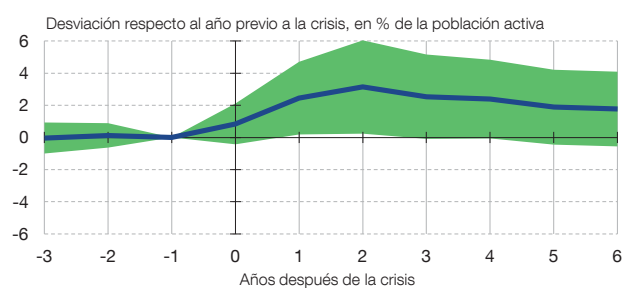
FUENTES: *World Economic Outlook* (WEO), Economist Intelligence Unit, OCDE y Banco Mundial.

a El área en verde indica una desviación estándar alrededor de la media (línea azul). Tanto la media como la desviación estándar se calculan utilizando la muestra de países disponibles en cada uno de los grupos.

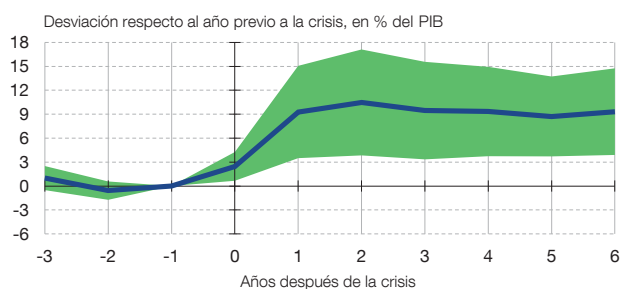
## PIB



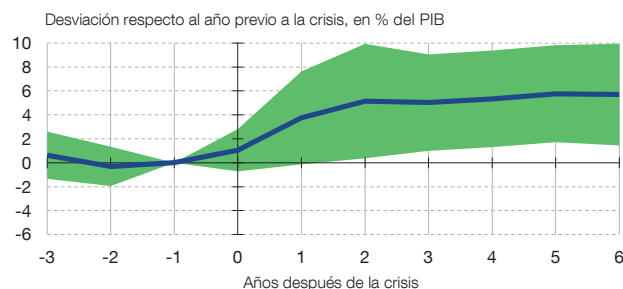
## DESEMPLEO



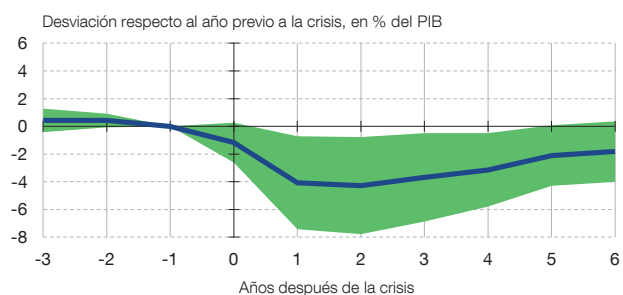
## SALDO PRIVADO



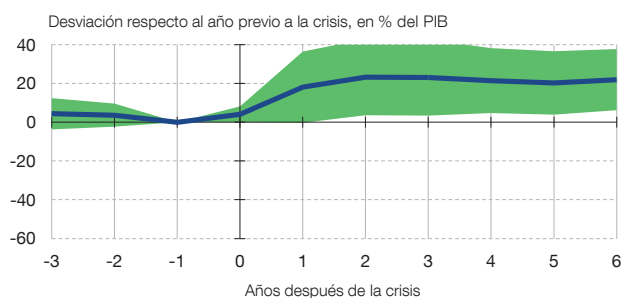
## SALDO EXTERNO



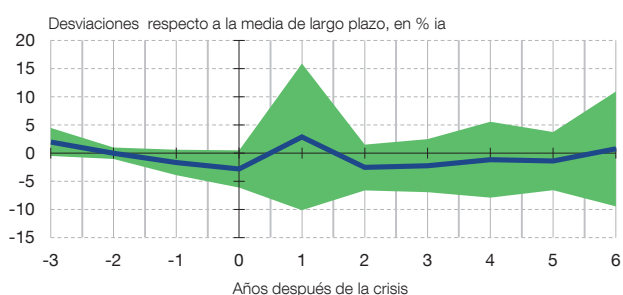
## SALDO PÚBLICO



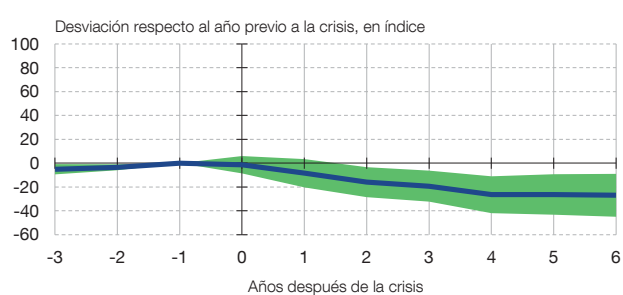
## DEUDA PÚBLICA



## INFLACIÓN



## TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL



FUENTES: *World Economic Outlook* (WEO), Economist Intelligence Unit, OCDE y Banco Mundial.

a El área en verde indica una desviación estándar alrededor de la media (línea azul). Tanto la media como la desviación estándar se calculan utilizando la muestra de países disponibles en cada uno de los grupos.

flujos de capitales. Además, la expansión monetaria como vía de ajuste, aunque potencialmente útil para acomodar el ajuste real, puede propiciar el desanclaje de las expectativas de inflación y llevar, en último término, a la persistencia de elevadas tasas de inflación, que acaben mermando el crecimiento en el largo plazo<sup>9</sup>.

La evidencia empírica muestra que en el momento de la crisis, los países deficitarios con tipo de cambio flexible experimentan una salida neta de capitales que contribuye a la depreciación de su tipo de cambio nominal y a la mejora de su competitividad, lo que facilita la corrección del déficit exterior en el corto plazo. Como se aprecia en el gráfico 4, la mejora de la balanza por cuenta corriente en los episodios de crisis en países deficitarios con tipos de cambio flexibles alcanza, en promedio, un 4 % del PIB. En paralelo, la depreciación tiene una incidencia inflacionista y la experiencia histórica muestra que los bancos centrales tienden a acomodar este impacto, facilitando unas condiciones monetarias más laxas, bien a través de menores tipos de interés nominales, bien acomodando la reducción de los tipos reales derivada del incremento de la inflación. Este sesgo expansivo de la política monetaria contribuye a mitigar el impacto sobre el sistema financiero y facilita la recuperación. En la muestra de episodios analizados, la tasa de inflación se situó, en promedio, 5 pp por encima de su media de largo plazo en el primer año posterior al inicio de la crisis (véase gráfico 4). Este aumento de la inflación contrarresta en parte la depreciación nominal, de modo que la depreciación del tipo de cambio real se revierte gradualmente. Este patrón de ajuste basado en la reducción de los tipos de interés reales, impulsada fundamentalmente por el aumento de la inflación, favorece la recuperación de la demanda privada en el grupo de países con tipos de cambio flexibles. Otro canal a través del cual la mayor inflación potencia la demanda es a través de la reducción de la carga de la deuda. No obstante, esta reducción depende del porcentaje de deuda en moneda local. Si la proporción de deuda denominada en moneda extranjera es elevada, la depreciación cambiaria puede contrarrestar tal impacto e, incluso, generar un severo deterioro del endeudamiento.

En promedio para los episodios analizados de crisis en países deficitarios con flexibilidad cambiaria, la crisis genera una caída media del crecimiento del PIB de 2 pp respecto a la tendencia y un aumento de la tasa de desempleo de 1 pp. Por su parte, el déficit público aumenta en 2 pp el segundo año tras la crisis. No obstante, esta tendencia se corrige a partir del tercer año en línea con la reducción del desempleo y el aumento de la tasa de crecimiento del PIB, por lo que el saldo público mejora a partir del cuarto año posterior a la crisis. En la muestra analizada, los episodios de crisis en países con tipo de cambio flexible generan efectos negativos menos persistentes y desaparecen aproximadamente a los tres años del inicio de la misma. Por otro lado, la ratio de deuda pública sobre PIB no aumenta a pesar del ligero deterioro fiscal, debido al impacto de la inflación sobre el *stock* de deuda nominal, sobre todo si está denominado predominantemente en moneda local.

En el caso de los países deficitarios que al inicio de la crisis cuentan con un régimen de tipo de cambio fijo, la política monetaria debe orientarse a mantener el compromiso cambiario, condicionando de este modo la senda de ajuste macroeconómico; en algunos de los casos —11 de 24 en la muestra— la paridad cambiaria fue finalmente abandonada, generalmente en contra de la voluntad inicial de las autoridades. El ancla cambiaria y la consiguiente restricción sobre los instrumentos monetarios tienen notables ventajas en los períodos de estabilidad, pero puede dificultar la estabilización de la economía tras la

---

9 Para una revisión de la literatura sobre los costes de la inflación, véase Woodford (2002).



crisis, una lección que se conoce bien desde la Gran Depresión, como muestra el recuadro 1. Como se observa en el gráfico 5, en la muestra analizada de episodios de crisis en países con tipo de cambio fijo la tasa de crecimiento del PIB cae en promedio 4 pp en relación con su media de largo plazo, el doble que en el caso de tipos flexibles, y tarda entre tres y cinco años en recuperar su ritmo de crecimiento histórico, mientras que el desempleo aumenta en 3 pp y se recupera muy lentamente. En contrapartida, tanto el mantenimiento de la paridad como el tono más contractivo de la política monetaria generan una caída de la inflación respecto a su media de largo plazo. La combinación de un tipo de cambio fijo y una menor inflación se traduce en una depreciación del tipo de cambio real y, por ende, en una mejora de la competitividad exterior de la economía. Este resultado apunta a que el comportamiento del tipo de cambio real es más favorable que en los países con tipos flexibles, donde, como se ha señalado, la depreciación nominal es contrarrestada parcialmente por el aumento de la inflación.

El deterioro del saldo público en porcentaje del PIB también ha resultado más intenso en los episodios de ajuste en países con tipo de cambio fijo que en presencia de flexibilidad cambiaria. Esto puede deberse a que, en el caso de las fases de recuperación de países con compromisos cambiarios, el papel de estímulo de la demanda privada recae en mayor medida sobre la política fiscal, al estar limitado el margen de actuación de la política monetaria por la defensa de la paridad. Adicionalmente, la combinación de un mayor deterioro fiscal con una menor inflación supone un mayor incremento de la ratio de deuda sobre producto —de 25 pp en promedio—, frente a lo que sucede en los regímenes con tipo flexible, donde esta ratio llega a reducirse (véase gráfico 4). Finalmente, el mantenimiento de unas condiciones monetarias y financieras más estrictas favorece un aumento más pronunciado del ahorro de los agentes privados, que contribuye a ampliar el saldo privado y el superávit exterior. Para el promedio de los episodios analizados, estos saldos se incrementaron en 10 pp y 5 pp, respectivamente, en relación con los previos a la crisis.

#### **El proceso de ajuste en las economías desarrolladas en la crisis actual a la luz de la experiencia histórica**

La crisis financiera ha alcanzado a gran número de economías, tanto desarrolladas como emergentes, si bien en estas últimas el impacto ha sido, en general, menos intenso y prolongado. Aunque el grado de sincronización internacional que ha mostrado hace difícil establecer paralelismos precisos con episodios precedentes, resulta útil evaluar en qué medida los perfiles de recuperación de las economías tras la última crisis responden a lo que cabría esperar de acuerdo con la experiencia histórica. El análisis de los patrones de ajuste de tres de las principales economías desarrolladas (Estados Unidos, área del euro y Reino Unido) revela que, si bien, en términos generales, encajan cualitativamente con la experiencia histórica descrita en los epígrafes anteriores, existen algunas diferencias reseñables.

El ajuste mostrado por la economía británica es, quizás, el más asimilable al registrado en episodios pasados de crisis financieras en países deficitarios con flexibilidad cambiaria. Tras una crisis de una gran profundidad —reflejada en una contracción del PIB de en torno a 8 pp y un moderado aumento del desempleo, de alrededor de 2 pp— se produjo una acusada depreciación de la libra esterlina y la inflación se ha llegado a situar de modo persistente por encima del 4 %. Este nivel relativamente elevado de inflación ha supuesto, en un contexto de cierta estabilidad del tipo de cambio, una apreciación real en el último año considerado. Los estímulos fiscales se plasmaron en un aumento sustancial del déficit público, que fue compensado por el fuerte ajuste del sector privado, que ha pasado a tener una amplia capacidad de financiación, de modo que el saldo externo ha mejorado con respecto al período anterior a la crisis.

La actual crisis financiera se ha comparado reiteradamente con la Gran Depresión de 1929, no solo por su profundidad, sino también por su origen financiero y por el prolongado período de ajuste que conllevó. En las últimas décadas, la investigación sobre este período histórico ha propiciado la aparición de un cierto consenso en el mundo académico acerca de las causas de la misma y la efectividad de las distintas políticas en su resolución, si bien existen aún opiniones divergentes y el tema sigue siendo objeto de investigación<sup>1</sup>. También es importante subrayar que al hilo de la Gran Depresión se desarrolló la teoría keynesiana, sobre la que se ha sustentando buena parte del instrumental macroeconómico que ha fundamentado, en diversas etapas, el diseño de la política económica y que ha sido aplicada efectivamente tras la crisis actual.

Si bien la Gran Depresión se inicia en 1929, sus orígenes se remontan al final de la Primera Guerra Mundial, una década antes. Durante el conflicto bélico, muchos de los contendientes habían suspendido el sistema de «patrón oro», acuciados por las necesidades fiscales del esfuerzo de guerra y la escasez de metal. El patrón oro operaba aproximadamente desde 1874 y garantizaba la convertibilidad de las monedas nacionales en su equivalente en metal áureo, lo cual restringía notablemente el margen de maniobra de las políticas monetarias, subordinadas al mantenimiento de tal paridad. Aunque la suspensión del patrón oro se fundamentó en una emergencia económica, la elevada inflación y la mala situación de las economías europeas dificultaban su reinstauración tras la guerra. Sin embargo, las fuertes oscilaciones de los precios y tipos de cambios y la necesidad de disciplinar las expansiones fiscales durante el período 1919-1925 convencieron a las autoridades de la mayoría de los países de la necesidad de recuperar un ancla nominal que mantuviera la estabilidad de la inflación y los tipos de cambio, como había sucedido en el período prebélico<sup>2</sup>. De este modo, a lo largo de la década de los veinte, la mayor parte de los países europeos recuperaron la convertibilidad de sus monedas con el oro<sup>3</sup>. El Reino Unido lo reinstauró en 1925, con una paridad igual a la previa a la contienda, con el propósito de recuperar el papel de moneda central que tenía la libra antes de la guerra. La decisión de mantener la paridad previa implicaba una sustancial revaluación real

de la libra, que generó fuertes presiones deflacionistas y un proceso recesivo. Esto favoreció a su principal competidor comercial, Estados Unidos, que aumentó significativamente su cuota en el comercio internacional, pasando de una posición de déficit a otra de superávit a nivel externo. El superávit comercial, bajo el patrón oro vigente, implicaba la entrada de oro en Estados Unidos, y este excedente financiero se reinvertía en forma de créditos a Alemania y a Austria. Con estos préstamos, Estados Unidos facilitaba que Alemania y Austria pudieran satisfacer las reparaciones de guerra contraídas con Francia y Reino Unido por el Tratado de Versalles; y estos, a su vez, las deudas de guerra con los propios Estados Unidos.

Este circuito de crédito se vio favorecido por la política de bajos tipos de interés de la Reserva Federal estadounidense. Esta combinación de políticas facilitaba la convergencia de precios entre Reino Unido (a la baja) y Estados Unidos (al alza), en un entorno de concertación entre las autoridades monetarias de ambos países. Durante esa fase se aceleró la tendencia alcista en el mercado bursátil en Estados Unidos, impulsado por las buenas perspectivas económicas y por la entrada de nuevos capitales. A este proceso también contribuyeron los procesos de innovación financiera e integración internacional de los mercados. Así, por ejemplo, la popularización de la compra apalancada de acciones en Estados Unidos, es decir, la posibilidad de recibir créditos para comprar acciones (que se utilizaban, a su vez, como colaterales), favoreció la redirección de los flujos financieros privados desde Europa a los propios Estados Unidos, lo que generó problemas financieros en países como Alemania.

La percepción de que se estaba entrando en una fase expansiva descontrolada propició la decisión de la Reserva Federal de endurecer su política monetaria para retomar el control, lo que detuvo el crecimiento de la burbuja especulativa en el mercado y acabó provocando el hundimiento de la bolsa estadounidense y del resto de mercados bursátiles que desembocó en la crisis bursátil del 29. A partir de ese momento, la caída bursátil se trasladó a la economía norteamericana y mundial a través de un mecanismo de «acelerador financiero»<sup>4</sup>. La caída de los precios de los activos forzaba a los agentes a liquidar posiciones para conseguir efectivo y mejorar la solvencia, pero esa liquidación simultánea de posiciones deprimía aún más los precios de los activos, reduciendo el valor del colateral en los préstamos. Esto generó un aumento de las quiebras de bancos y empresas, reduciendo el crédito y la cantidad de dinero y amplificando el efecto de la recesión.

Las políticas económicas no reaccionaron adecuadamente y el sistema de patrón oro contribuyó a transmitir este proceso a escala internacional, magnificándolo. La contracción monetaria forzaba a los países a elevar sus tipos de interés para evitar quedarse sin reservas de oro, lo cual tendía a amplificar los efectos recesivos y deflacionarios de la depresión. Estados Unidos, que se había

1 En este recuadro no se pretende revisar el gran volumen de literatura existente, sino ofrecer un breve resumen. La visión aquí expuesta intenta recoger la tesis más extendida, desarrollada, entre otros trabajos, en Friedman y Schwartz (1963), Bernanke (1983), Romer (1992) y Eichengreen (1992). Otros autores, como Cole y Ohanian (2002), ofrecen explicaciones alternativas, destacando aspectos como la cartelización y el aumento de poder de negociación de los sindicatos para explicar la persistencia de la recesión.

2 Ha existido una disputa sobre si la inestabilidad cambiaria durante el período 1919-1925 fue causa de la inestabilidad económica, como sostenía Ragnar Nurske, o consecuencia, como afirmaba Milton Friedman. Véase Eichengreen (1996).

3 Los primeros países en recuperar la convertibilidad de sus monedas en oro fueron aquellos que habían experimentado los efectos de la hiperinflación: Austria (1923), Alemania y Polonia (1924) y Hungría (1925). Tras ellos vinieron las restantes grandes naciones y sus colonias: Inglaterra y Bélgica (1925), Italia (1927) y Francia (1928).

4 Véase Christiano, Motto y Rostagno (2004).

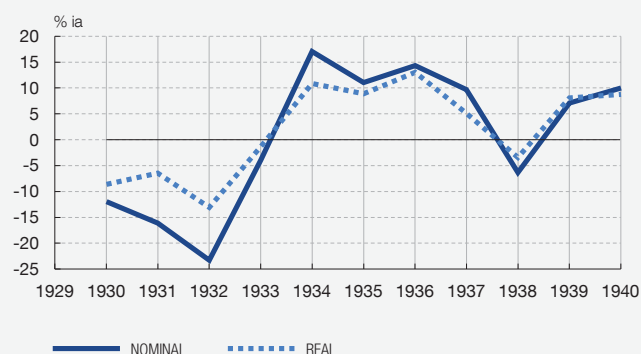
erigido tras la guerra como el nuevo país central del sistema monetario, podría haber seguido el ejemplo del Reino Unido en el siglo XIX, interrumpiendo temporalmente la convertibilidad para aumentar la liquidez en el sistema y actuar como «prestamista de última instancia» de bancos comerciales y otros bancos centrales. Sin embargo, las autoridades norteamericanas actuaron de modo pasivo hasta bien entrada la década de los treinta, lo que profundizó

la magnitud de la depresión y su duración. El gráfico adjunto recoge los principales indicadores económicos de Estados Unidos en el período posterior a 1929.

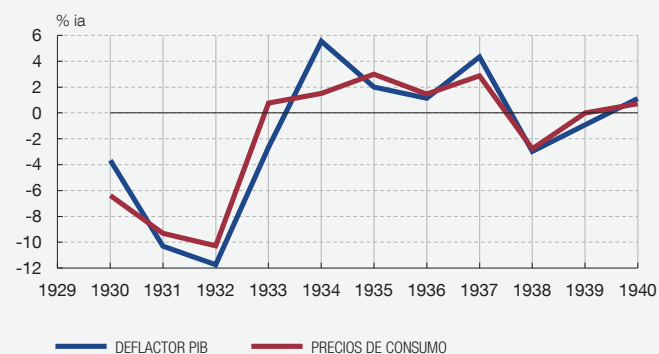
La salida de la crisis fue muy heterogénea, como lo fueron las políticas adoptadas. En 1931, países como Austria o Reino Unido abandonaron la convertibilidad con el oro, lo que se vio acompañado

## EVOLUCIÓN ECONÓMICA DURANTE LA GRAN DEPRESIÓN: ESTADOS UNIDOS

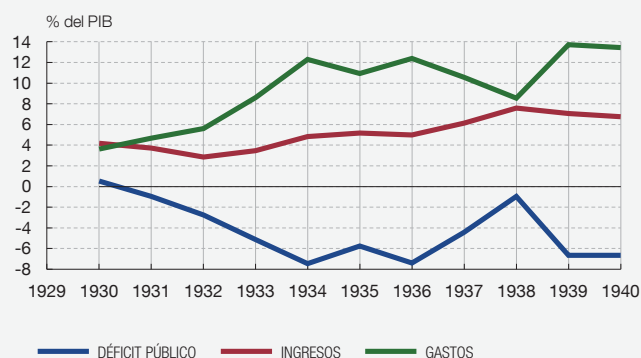
PIB



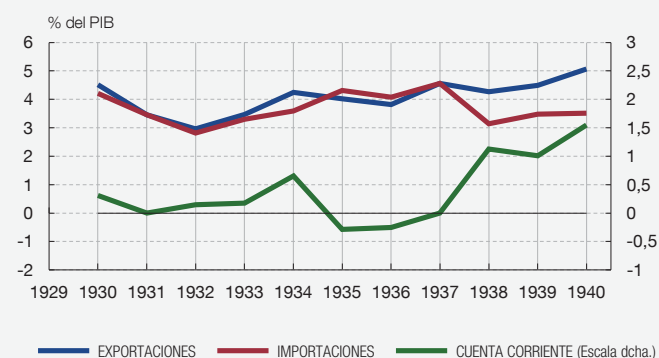
INFLACIÓN



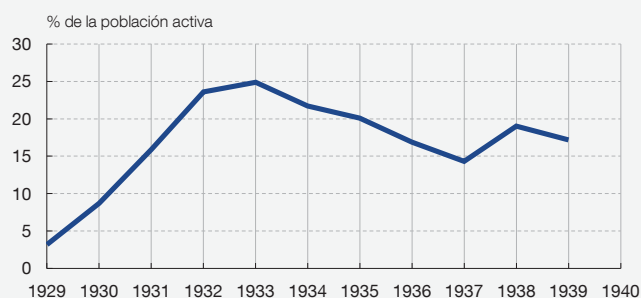
FINANZAS PÚBLICAS



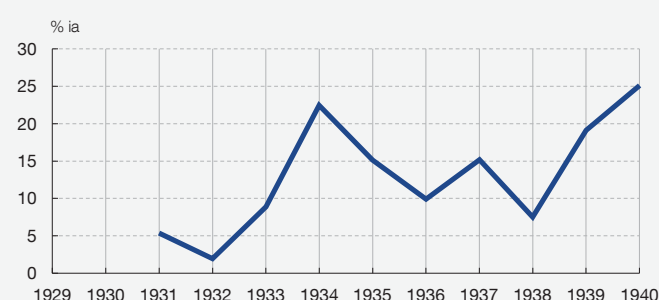
SALDO EXTERIOR



DESEMPLEO



BASE MONETARIA



FUENTES: Federal Reserve of St. Louis e International Historical Statistics.

por una recuperación económica en estos países, consecuencia de la expansión monetaria que siguió al abandono. La expansión monetaria contribuyó a mejorar las condiciones de financiación y desbloqueó la oferta de crédito, lo que facilitaba la recuperación de la inversión y el consumo; por otro lado, el abandono del patrón oro mejoró el saldo externo temporalmente a través de la depreciación del tipo de cambio; por último, la mayor inflación propició la reducción del montante real de la deuda y facilitó el desapalancamiento. Por el contrario, países como Francia, que mantuvieron la convertibilidad hasta 1936, arrastraron una situación económica frágil hasta el inicio de la Segunda Guerra Mundial.

En el caso de Estados Unidos, la situación no ofreció signos de mejora hasta la llegada de la nueva Administración de Roosevelt en 1933, que se había comprometido a luchar contra la deflación. Así, suspendió la convertibilidad con el oro en 1933, permitiendo

una expansión monetaria y la depreciación del dólar. En segundo lugar, decretó unas «vacaciones bancarias» para poder sanear el balance de los bancos y liquidar los insolventes. Adicionalmente, anunció el objetivo inflacionista de que los precios aumentasen hasta alcanzar los niveles previos a 1929<sup>5</sup>. Esto generó un fuerte repunte en la inflación y el inicio de la recuperación económica a partir de 1933. Estas decisiones acabaron siendo mucho más trascendentes que la expansión fiscal que también se puso en marcha al hilo del *New Deal*, que fue moderada dada la magnitud de la recesión, según la mayoría de los autores<sup>6</sup>.

5 Véase Eggertsson (2008).

6 Véanse Romer (1992) o Brown (1956). El déficit público nunca superó el máximo del 8 % de PIB alcanzado en 1934. Sin embargo, al volverse contractiva a partir de 1937, sí que contribuyó a una recaída en recesión de la economía americana.

La economía de Estados Unidos, que ha registrado persistentemente déficits por cuenta corriente —apoyados en unas elevadas necesidades de financiación del sector privado—, también ha sufrido una crisis de intensidad sin precedentes recientes, con una caída de la tasa de crecimiento del PIB de en torno a 4 pp en relación con su promedio histórico y un aumento del desempleo de unos 5 pp respecto al nivel previo a la crisis. A diferencia de lo sucedido con la libra, la tendencia a la depreciación experimentada por el dólar ha sido modesta y se han producido episodios de cierta apreciación, asociados a la elevada y persistente incertidumbre en el período posterior a la crisis. Este comportamiento está muy condicionado por la posición central de Estados Unidos en el sistema monetario internacional, al constituir su moneda el activo refugio por excelencia. Al mismo tiempo, pese a la laxitud de la política monetaria implementada por la Reserva Federal con el fin de potenciar la reactivación económica —materializada en el mantenimiento del tipo de interés de referencia ligeramente por encima del 0 % y en la adopción de medidas no convencionales—, la inflación aún no ha recuperado las tasas previas a la crisis, lo que contrasta con la evidencia histórica. Esta característica subraya las particularidades de esta crisis financiera, donde la fragilidad del sistema financiero ha bloqueado los mecanismos de transmisión monetaria, provocando que la elevada liquidez inyectada por las autoridades monetarias —en Estados Unidos y en el resto de economías avanzadas— haya quedado «embalsada» en gran medida en los balances de los bancos centrales y de las entidades financieras.

Destaca también la fuerte expansión fiscal, con déficits superiores al 10 % del PIB, que, al igual que en el caso británico, fue contrarrestada por una mejora de la capacidad de financiación del sector privado, lo que se ha traducido en una cierta corrección del déficit exterior.

El caso del área del euro es particular. La UEM en su conjunto puede considerarse una economía con tipo de cambio flexible y con un saldo exterior que históricamente ha estado próximo al equilibrio. La reciente crisis financiera ha venido acompañada de una recesión de intensidad similar a la de Estados Unidos en términos de producto, aunque menos intensa en términos de destrucción de empleo. Al igual que en Estados Unidos, la inflación se ha mantenido por debajo de sus niveles precrisis, pero el tipo de cambio ha tendido a

apreciarse respecto al dólar, aunque con fuerte volatilidad, mientras que en términos efectivos reales ha experimentado un movimiento de ida y vuelta. Aunque al comienzo de la crisis la UEM partía de una posición exterior con ligero superávit, el patrón de ajuste interno se ha asemejado al de las otras dos economías, que presentaban un déficit exterior importante. Es decir, se ha producido un aumento del ahorro privado que ha compensado el crecimiento del déficit público en el período inmediatamente posterior a la crisis. No obstante, estos movimientos han sido de menor intensidad, sobre todo en lo que respecta al saldo público, lo que ha permitido que el incremento de la deuda sea globalmente menor que en los otros dos países analizados.

## Consideraciones finales

A la luz de la evidencia histórica de las tres últimas décadas, el impacto inmediato de una crisis financiera es una reducción sustancial en la tasa de crecimiento del PIB, un aumento del desempleo y un incremento del déficit público. Al margen de estas respuestas comunes, el patrón de ajuste ante una crisis financiera difiere en función de diversos factores, entre los que destacan la posición exterior de la economía y su régimen cambiario. En el caso de países que presentan déficits por cuenta corriente, la crisis financiera lleva aparejado un fuerte ajuste de la posición exterior. Especialmente en las economías emergentes, este ajuste suele venir exacerbado por el bloqueo, más o menos intenso y prolongado, a la financiación exterior (*sudden-stops*) lo que fuerza al sector privado a reducir drásticamente su consumo e inversión, amplificando el efecto recesivo de la crisis. En el caso de los países con superávit, no se verifica un ajuste externo significativo, por lo que el aumento del déficit público puede ser financiado externamente sin necesidad de que se incremente el ahorro privado o se reduzca la inversión.

Por otro lado, el análisis revela que el ajuste tiende a ser más breve y suave en las economías que cuentan con tipos de cambio flexibles, favorecido por la depreciación del tipo de cambio nominal, que, por otro lado, propicia un mayor repunte de la inflación. Los riesgos en este contexto radican en la posibilidad de desencadenamiento de una crisis cambiaria, especialmente nociva en aquellas economías que tengan un elevado volumen de deuda denominada en moneda extranjera, y en el eventual desanclaje de las expectativas de inflación, que podría acabar incidiendo en el crecimiento a más largo plazo. Además, se observa que en el medio plazo la inflación erosiona las ganancias de competitividad obtenidas. En el caso de las economías con tipos de cambio fijos, el mantenimiento del compromiso cambiario limita el ajuste nominal, vía tipos de cambio más depreciados, y también el margen de actuación de la política monetaria. Esto tiende a propiciar un ajuste real más intenso y sitúa a la política fiscal como el principal instrumento de apoyo a la recuperación. Ambos factores se traducen en mayores deterioros fiscales. No obstante, la paridad cambiaria tiende a favorecer un entorno de inflación reducida y una mayor disciplina en el proceso de ajuste, que, a la larga, puede resultar beneficioso.

En todo caso, la crisis actual muestra varias diferencias con las analizadas en este trabajo. En primer lugar, cabe mencionar su carácter global y su persistencia en las economías avanzadas; este último elemento contrasta con el predominio de las crisis financieras previas en las economías emergentes. El carácter global de la crisis limita la posibilidad de que la demanda externa suavice los ajustes. Por el contrario, el hecho de que la crisis se haya centrado en los países desarrollados, con mercados financieros más profundos y más integrados a escala internacional, podría haber mitigado la propia intensidad del ajuste. A pesar de ello, el patrón de ajuste que están mostrando las principales economías avanzadas está bastante en línea con la experiencia de episodios anteriores, que también muestran que la salida de la crisis pasa necesariamente por un período de desapalancamiento de los agentes privados.

La otra diferencia fundamental, que se evidencia de la comparación con la experiencia histórica, es el nivel relativamente bajo de inflación que se registra en las tres economías analizadas —todas ellas con tipos de cambio flexible—, a pesar de la notable expansión de la liquidez instrumentada durante la crisis. Este comportamiento benigno de la inflación sin duda ha estado parcialmente apoyado en la credibilidad de las políticas monetarias. Sin embargo, las severas perturbaciones que la crisis —y su impacto en los sistemas financieros— ha generado en la transmisión de los estímulos monetarios también han podido mitigar las presiones de precios en algunas de estas economías.

De cara al futuro, frente a un escenario central de recuperación gradual de las economías avanzadas y normalización del tono de las políticas económicas, aparecen dos escenarios de riesgo, de carácter opuesto. El primero sería que la situación de parálisis financiera y su interacción negativa con el sector real se consolidara, lo que podría llevar a un entorno análogo al desenlace de la crisis japonesa, de carácter deflacionista, que aún perdura después de dos décadas. El segundo sería que la normalización de la situación financiera y económica escapara al control de las autoridades y acabara desencadenando un proceso inflacionista, derivado de la elevada liquidez presente en el sistema, en un contexto de elevados déficits públicos. En cualquier caso, la mejor manera de acometer estos riesgos es que la formulación de la política monetaria siga teniendo como eje fundamental la consecución de la estabilidad de precios en el medio plazo.

16.9.2011.

## BIBLIOGRAFÍA

- AGUIAR, M., y G. GOPINATH (2007). «Emerging Market Business Cycles: The Cycle is the Trend», *Journal of Political Economy*, vol. 115 (1), pp. 69-103.
- ALBEROLA, E., y J. M. MONTERO (2006). *Debt sustainability and procyclical fiscal policies in Latin America*, Documentos de Trabajo, n.º 0611, Banco de España.
- BERNANKE, B. S. (1983). «Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression», *American Economic Review*, vol. 73 (4), pp. 257-276.
- BROWN, E. C. (1956). «Fiscal Policy in the 'Thirties': A Reappraisal», *American Economic Review*, vol. 46 (1), pp. 857-879.
- CHRISTIANO, L. J., R. MOTTO y M. ROSTAGNO (2004). *The Great Depression and the Friedman-Schwartz Hypothesis*, NBER Working Papers n.º 10255, National Bureau of Economic Research.
- COLE, H. L., y L. E. OHANIAN (2002). «The U.S. and U.K. Great Depressions Through the Lens of Neoclassical Growth Theory», *American Economic Review*, vol. 92 (3), pp. 28-32.
- EGGERTSSON, G. B. (2008). «Great Expectations and the End of the Depression», *American Economic Review*, vol. 98 (4), pp. 1476-1516.
- EICHENGREEN, B. (1992). *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, Oxford University Press, Nueva York.
- (1996). *Globalizing Capital*, Princeton University Press, Nueva Jersey.
- FRIEDMAN, M., y A. J. SCHWARTZ (1963). *A Monetary History of the United States: 1867-1960*, Princeton University Press, Nueva Jersey.
- KAMINSKY, G. L., y C. M. REINHART (1999). «The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems», *American Economic Review*, vol. 89 (3), pp. 473-500.
- REINHART, C., y K. S. ROGOFF (2009). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Nueva Jersey.
- ROMER, C. D. (1992). «What Ended the Great Depression?», *Journal of Economic History*, vol. 52, pp. 757-784.
- TERRONES, M., A. SCOTT y P. KANNAN (2009). «From Recession to Recovery: How Soon and How Strong?», *World Economic Outlook*, abril, cap. 3, Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.
- WOODFORD, M. (2002). *Interests and Prices*, Princeton University Press, Nueva Jersey.

LOS ESTABLECIMIENTOS DE CAMBIO Y TRANSFERENCIA DE DIVISAS AL EXTERIOR.  
ACTIVIDAD Y RESULTADOS EN 2010



## LOS ESTABLECIMIENTOS DE CAMBIO Y TRANSFERENCIA DE DIVISAS AL EXTERIOR. ACTIVIDAD Y RESULTADOS EN 2010

Este artículo ha sido elaborado por M.<sup>a</sup> Mercedes Redondo, de la Dirección General de Regulación.

La información remitida al Banco de España por los establecimientos de cambio y transferencia de divisas al exterior sobre su actividad en 2010 estuvo influida por dos modificaciones importantes en la normativa que los regula. La primera es la publicación de la Circular del Banco de España 3/2009, que, en lo que afecta a la información a partir de la cual se elabora este artículo, por una parte, modifica el modelo de presentación del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias para ajustarlo al nuevo Plan General de Contabilidad y, por otra, reduce el número de establecimientos obligados a informar en el grupo autorizado únicamente a compra de billetes extranjeros o cheques de viajero con pago en euros (grupo COMP). A partir de la nueva Circular, se tiene en cuenta el volumen de negocio, de forma que si el contravalor en euros de las operaciones del ejercicio precedente no llegó a dos millones de euros, y en cada uno de los trimestres del año de la declaración no alcanzó en ningún caso los 500.000 euros, el titular solo estará obligado a remitir una declaración anual si la suma de los contravalores en euros de las operaciones realizadas durante el año alcanza los 500.000 euros. En caso de que el volumen de negocio del año anterior supere los dos millones de euros, deberá remitir la información de todos los trimestres del año de la declaración, independientemente del volumen realizado en cada trimestre. Por último, si en cualquiera de los trimestres del año superara la cifra de 500.000 euros, el titular tendrá que presentar la declaración los cuatro trimestres del año, independientemente del volumen realizado en el resto de los trimestres. Esto se ha traducido en que el número de establecimientos informantes ha pasado de 1.311 en 2009 a 130 en 2010.

La segunda modificación es la publicación de la Ley 13/2009, de servicios de pago, que creó un nuevo operador, las Entidades de Pago (EP). La disposición transitoria segunda de esta Ley establece un régimen transitorio para quienes prestaban servicios de pago en el momento de su publicación. Concretamente, los establecimientos de cambio de moneda que hubieran sido autorizados para la gestión de transferencias con el exterior (grupo CVT) antes del 25 de diciembre de 2007 debían obtener, antes del 30 de abril de 2011, autorización del ministro de Economía y Hacienda para transformarse en entidades de crédito, o en entidades de dinero electrónico o en entidades de pago a los efectos de poder seguir prestando servicios de pago. Aquellas entidades que no hubieran obtenido la autorización en esa fecha deberían cesar en la prestación de servicios de pago. A 31 de diciembre de 2010 solamente un establecimiento del grupo CVT se había transformado en EP, pero a la fecha de este artículo ya no hay titulares activos en ese grupo. Por su parte, los establecimientos del grupo COMP y los autorizados únicamente a la compra-venta de divisas (grupo CV) continuarán su actividad como hasta ahora.

El cuadro A.1 se refiere a la evolución del número de establecimientos registrados en el Registro de Establecimientos de Cambio de Moneda a cargo del Banco de España<sup>1</sup>. En el grupo Transferencias Restringidas (autorizados para gestionar transferencias únicamente en concepto de gastos de estancia en el extranjero y remesas de trabajadores domiciliados en España) hubo un alta y cuatro bajas (una de ellas, por conversión en EP)

---

<sup>1</sup> Según el art. 178 de la Ley 13/1996, de 13 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social.



en 2010, quedando 44 a fin de año, mientras que en el grupo Resto (autorizados a gestionar transferencias por cualquier concepto) no hubo movimientos, quedando los mismos 7 que en el año 2009. En el grupo CV se registró un nuevo establecimiento, quedando 10 a fin de año. Mucho más dinámico fue el grupo COMP, que mostró un ligero repunte en la tendencia bajista de años anteriores. En los que tienen como actividad principal de su negocio la compra de moneda (grupo Actividad principal) cerraron 11 y abrieron 14, quedando 212, mientras que en los que compran moneda como actividad complementaria de la principal (grupo Actividad complementaria) cerraron 41 y abrieron 48, quedando 2.039.

#### Actividad del sector en 2010

La actividad de los establecimientos en 2010 no puede compararse con la de 2009, porque el descenso que refleja el cuadro A.2, con un volumen total de 6.268 m€ en 2010, frente a los 6.524 m€ de 2009, se concentra fundamentalmente en el fuerte recorte de compras de libras esterlinas, que parece tener su origen en la drástica disminución de establecimientos informantes que en 2010 ya no estaban obligados a remitir información al Banco de España. Sin embargo, en el grupo Transferencias restringidas, que tuvo cuatro bajas, el volumen de transferencias subió de 3.942 m€ a 4.138 m€, mientras que en el grupo Resto descendió en más de 200 m€, a pesar de que operaron los mismos establecimientos que en 2009.

Al igual que en años anteriores, el coste de las operaciones de compraventa siguió siendo notablemente mayor que el de las transferencias, aún más acentuado en 2010, porque el de estas últimas se abarató unas décimas.

El número de asalariados del grupo CVT descendió en más de 250 personas, en contraste con el número de agentes<sup>2</sup>, que subió en más de 800 personas físicas y en más de 1.000 personas jurídicas. Consecuentemente, el número de oficinas disminuyó en más de 60 y el de locales donde los agentes ejercen su actividad aumentó en más de 2.500.

Como ya se ha comentado, no son comparables los datos de locales de los años 2009 y 2010 del grupo COMP, por los cambios que ha originado la nueva Circular.

En 2010 la información recibida indica que, aunque la libra esterlina, como en años anteriores, siguió siendo la moneda predominante en las compras a clientes (cuadro A.3), su importancia disminuyó fuertemente, sobre todo en el grupo COMP, donde pasó de 604 m€ a 81 m€. Otras monedas compradas por este grupo alcanzaron una mayor importancia, tanto absoluta como relativa, con respecto al año anterior, como el dólar canadiense (que alcanzó los 87 m€) o la corona danesa (que llegó a 42 m€). En el caso de las transferencias emitidas, sigue siendo el euro la moneda más usada, seguida del dólar estadounidense.

El país al que se remitió un mayor volumen de remesas siguió siendo Colombia, seguido de Ecuador, que continúa perdiendo importancia relativa (cuadro A.4). China estuvo por primera vez entre los diez países de mayor volumen. Las transferencias recibidas vinieron de Europa (30,65 %) y de Estados Unidos (13,78 %).

#### Concentración de operaciones

En 2010, tanto en el grupo CVT como en el grupo CV, aumentó la importancia del establecimiento que realizó el mayor volumen de operaciones (R1), manteniéndose el resto igual que en 2009 (véase cuadro 1).

<sup>2</sup> Personas físicas o jurídicas a las que el titular del establecimiento les ha dado poderes para ejecutar, de manera habitual y en nombre del titular, las operaciones para las que está autorizado, excepto la compraventa de billetes extranjeros o cheques de viajero.

En porcentaje

	Compras a clientes										Transferencias emitidas					
	Total establecimientos		CVT		CV		COMP				CVT		Transferencias restringidas		Resto de transferencias	
							Act. principal		Act. complet.							
	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010
R1	4,8	7,4	43,6	51,5	47,6	48,8	10,9	12,6	6,5	12,3	13,7	13,3	19,4	17,8	33,5	32,3
R5	18,3	26,6	95,9	96,9	100,0	100,0	35,2	39,9	25,4	41,0	45,7	41,8	48,1	46,6	98,6	98,6
R10	30,1	41,6	100,0	100,0	100,0	100,0	48,8	76,8	32,9	53,3	65,1	63,1	70,1	70,8	100,0	100,0
R20	41,9	55,5	100,0	100,0	100,0	100,0	65,1	100,0	44,3	70,3	87,9	87,8	91,8	91,9	100,0	100,0
R50	59,6	79,0	100,0	100,0	100,0	100,0	90,2	100,0	61,4	92,2	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 31 de agosto de 2011. Establecimientos existentes a cada fecha.

En el caso del grupo COMP no se pueden comparar ambos ejercicios, como ya se ha comentado. Evidentemente, como en 2010 solo se tiene información de los establecimientos con volúmenes de operaciones elevados, la concentración fue mayor que la del año anterior.

En cuanto a las transferencias emitidas, hubo una menor concentración en la mayor de ambos grupos CVT y en las cinco y diez mayores del grupo Transferencias restringidas.

#### Balance y cuenta de resultados del grupo CV/GT

La modificación del modelo de presentación del balance y de la cuenta de resultados ha hecho necesario un reajuste de determinados epígrafes del cuadro A.5. En el balance, el único cambio que hay es el desglose de la cuenta «Corresponsales» del pasivo, pero la cuenta de resultados ahora se recibe en forma de cascada y ha habido que ajustar los datos de los años 2007 a 2009 al nuevo formato.

El activo total del grupo CVT<sup>3</sup> ha venido presentando tasas de crecimiento negativo en los últimos cuatro años, aunque en 2010 se moderó con respecto a 2009 (-3,1 %). El balance sigue siendo saneado (el activo a corto cubre sobradamente el pasivo a corto, y la ratio recursos propios sobre total activo crece cada año, desde el 40,6 % en 2007 hasta el 59,4 % en 2010), pero los resultados en 2010 son fuertemente negativos (-13,5 m€), debido sobre todo a la actualización de pérdidas de ejercicios anteriores.

La comparación de la cuenta de resultados de 2010 con la de 2009 es complicada, porque las nuevas normas de valoración dan lugar a contrastes significativos. Por ejemplo, hasta el año 2009 la contabilización de las comisiones por cambio de moneda eran moderadas, porque el beneficio se obtenía con la diferencia de cambio, y esto ya no ocurrió en 2010; de ahí que sea menos negativo el margen de explotación y muy inferior el resultado financiero (que incluye las diferencias de cambio) en 2010 respecto a 2009. El resultado del ejercicio se situó en 560.000 euros de pérdidas, en fuerte contraste con el beneficio de 12,5 m€ de 2007. Sin embargo, si analizamos el resultado por agrupaciones, el grupo Transferencias restringidas tuvo pérdidas por 11,3 m€, el grupo Resto perdió 2,7 m€ y el grupo CV tuvo un beneficio de 2,5 m€.

14.9.2011.

<sup>3</sup> Conviene recordar que el grupo COMP no envía estos estados.

## APÉNDICE

### Cuadros:

- A.1 Registro de establecimientos.
- A.2 Volumen de actividad y datos de estructura.
- A.3 Total actividad: Principales monedas utilizadas en la actividad con clientes.
- A.4 Total entidades de compraventa y gestión de transferencias (CVGT). Distribución geográfica de las transferencias.
- A.5 Balance y cuenta de resultados. Total establecimientos de compraventa y gestión de transferencias.

## REGISTRO DE ESTABLECIMIENTOS

## CUADRO A.1

	Situación al 31.12.2007	Altas	Bajas	Situación al 31.12.2008	Altas	Bajas	Situación al 31.12.2009	Altas	Bajas	Situación al 31.12.2010
<b>Total establecimientos</b>	<b>2.307</b>	<b>107</b>	<b>120</b>	<b>2.294</b>	<b>85</b>	<b>85</b>	<b>2.294</b>	<b>73</b>	<b>56</b>	<b>2.312</b>
I. TOTAL GRUPO CVGT (a)	59	6	3	62	7	6	63	1	4	61
I.a. Total grupo CVT (b)	46	6	2	50	7	3	54	1	4	51
I.a. 1. Transferencias restringidas (c)	39	6	2	43	7	3	47	1	4	44
I.a.2. Resto (d)	7	—	—	7	—	—	7	—	—	7
I.b. Total grupo CV (e)	13	—	1	12	—	3	9	1	—	10
II. TOTAL GRUPO COMP (f)	2.248	101	117	2.232	78	79	2.231	72	52	2.251
II.a. Actividad principal (g)	201	20	15	206	11	8	209	14	11	212
II.b. Actividad complementaria (h)	2.047	81	102	2.026	67	71	2.022	58	41	2.039
Pro memoria: Distribución geográfica del grupo COMP										
Andalucía (i)	327	28	18	337	20	16	341	16	9	348
Aragón	2	1	—	3	2	—	5	—	—	5
Asturias	4	—	—	4	—	—	4	—	—	4
Baleares	632	28	41	619	15	11	623	13	9	627
Canarias	505	23	31	497	24	36	485	23	11	497
Cantabria	11	—	1	10	—	—	10	—	—	10
Castilla-La Mancha	4	—	—	4	—	—	4	—	—	4
Castilla y León	16	—	1	15	—	—	15	—	1	14
Cataluña	374	4	13	365	9	6	368	7	8	367
Extremadura	4	—	—	4	—	—	4	—	1	3
Galicia	12	1	—	13	—	—	13	—	—	13
La Rioja	4	—	—	4	—	—	4	—	—	4
Madrid	145	6	2	149	2	4	147	7	6	148
Murcia	10	—	—	10	—	—	10	—	—	10
Navarra	6	—	—	6	—	—	6	—	—	6
País Vasco	18	—	1	17	1	1	17	—	2	15
Valencia	174	10	9	175	5	5	175	6	5	176

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 31 de agosto de 2011.

- a Establecimientos autorizados para realizar operaciones de compraventa de billetes extranjeros o cheques de viajero y/o gestión de transferencias con el exterior.
- b Establecimientos del apartado (a) autorizados para gestionar transferencias con el exterior.
- c Establecimientos del apartado (b) autorizados para gestionar transferencias con el exterior en concepto de gastos de estancias en el extranjero y remesas de trabajadores domiciliados en España.
- d Establecimientos del apartado (b) autorizados para gestionar transferencias con el exterior por cualquier concepto.
- e Establecimientos del apartado (a) autorizados para realizar exclusivamente operaciones de compraventa de billetes extranjeros o cheques de viajero.
- f Establecimientos autorizados para realizar exclusivamente operaciones de compra de billetes extranjeros o cheques de viajero con pago en euros.
- g Establecimientos del apartado (f) cuya actividad principal consiste en la compra de billetes extranjeros o cheques de viajero con pago en euros.
- h Establecimientos del apartado (f) en los que la compra de billetes extranjeros o cheques de viajero con pago en euros es actividad complementaria de la principal.
- i Incluye Ceuta y Melilla..

m€ y en porcentaje

	Actividad						Ingresos por comisiones y diferencias de cambios s/total actividad con clientes (%)		De los que: Comisión media por tranferencia de divisas (%)		% establecimientos informantes s/total registrados	
	Total		Compraventa de divisas a clientes		Transferencias							
	2009	2010 p	2009	2010 p	2009	2010 p	2009	2010 p	2009	2010 p	2009	2010 p
TOTAL ESTABLECIMIENTOS	6.524	6.268	867	639	5.657	5.629	—	—	—	—	—	—
I. Total grupo CVGT (a)	5.834	5.806	177	177	5.657	5.629	3,7	3,2	2,7	2,8	85,9	81,0
I.a. Total grupo CVT (b)	5.816	5.787	159	158	5.657	5.629	3,7	3,2	2,7	2,8	90,9	86,8
I.a.1. Transferencias restringidas (c)	3.975	4.165	34	27	3.941	4.138	3,4	3,0	2,6	2,6	89,6	86,4
I.a.2. Resto (d)	1.842	1.622	126	131	1.716	1.490	4,3	3,5	2,9	3,1	100,0	88,9
I.b. Total grupo CV (e)	18	18	18	18	—	—	12,9	12,9	—	—	55,6	50,0
II. Total grupo COMP (f)	690	462	690	462	—	—	—	—	—	—	58,8	5,8
II.a. Actividad principal (g)	290	211	290	211	—	—	—	—	—	—	58,9	22,6
II.b. Actividad complementaria (h)	400	251	400	251	—	—	—	—	—	—	58,8	3,6
	Infraestructura propia						Infraestructura ajena					
	Asalariados		No asalariados		Oficinas o locales		Personas físicas		Personas jurídicas		Locales	
	2009	2010 p	2009	2010 p	2009	2010 p	2009	2010 p	2009	2010 p	2009	2010 p
TOTAL ESTABLECIMIENTOS	...	...	...	...	2.636	618	—	—	—	—	—	—
I. Total grupo CVGT (a)	1.684	1.444	40	48	271	206	12.570	13.373	4.057	5.109	27.393	29.905
I.a. Total grupo CVT (b)	1.624	1.368	40	48	260	193	12.570	13.373	4.057	5.109	27.393	29.905
I.a.1. Transferencias restringidas (c)	966	820	21	29	153	86	9.448	10.732	2.421	2.772	18.290	20.713
I.a.2. Resto (d)	658	548	19	19	107	107	3.122	2.641	1.636	2.337	9.103	9.192
I.b. Total grupo CV (e)	60	76	0	0	11	13	—	—	—	—	—	—
II. Total grupo COMP (f)	—	—	—	—	2.365	412	—	—	—	—	—	—
II.a. Actividad principal (g)	—	—	—	—	156	65	—	—	—	—	—	—
II.b. Actividad complementaria (h)	—	—	—	—	2.209	347	—	—	—	—	—	—

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 31 de agosto de 2011. Establecimientos existentes a cada fecha.

- a Establecimientos autorizados para realizar operaciones de compraventa de billetes extranjeros o cheques de viajero y/o gestión de transferencias con el exterior.  
b Establecimientos del apartado (a) autorizados para gestionar transferencias con el exterior.  
c Establecimientos del apartado (b) autorizados para gestionar transferencias con el exterior en concepto de gastos de estancias en el extranjero y remesas de trabajadores domiciliados en España.  
d Establecimientos del apartado (b) autorizados para gestionar transferencias con el exterior por cualquier concepto.  
e Establecimientos del apartado (a) autorizados para realizar exclusivamente operaciones de compraventa de billetes extranjeros o cheques de viajero.  
f Establecimientos autorizados para realizar exclusivamente operaciones de compra de billetes extranjeros o cheques de viajero con pago en euros.  
g Establecimientos del apartado (f) cuya actividad principal consiste en la compra de billetes extranjeros o cheques de viajero con pago en euros.  
h Establecimientos del apartado (f) en los que la compra de billetes extranjeros o cheques de viajero con pago en euros es actividad complementaria de la principal.

## TOTAL ACTIVIDAD: PRINCIPALES MONEDAS UTILIZADAS EN LA ACTIVIDAD CON CLIENTES

CUADRO A.3

Contravalor en m€

Denominación de la moneda	Compras a clientes		Ventas a clientes		Transferencias				Total actividad con clientes	
	2009	2010 p	2009	2010 p	Emitidas		Recibidas		2009	2010 p
<b>Total establecimientos</b>	<b>789</b>	<b>554</b>	<b>79</b>	<b>85</b>	<b>5.397</b>	<b>5.332</b>	<b>260</b>	<b>297</b>	<b>6.524</b>	<b>6.268</b>
Euro	36	24	3	8	3.574	3.736	257	294	3.871	4.063
Dólar USA	95	78	45	41	1.813	1.596	3	3	1.956	1.718
Libra esterlina	616	90	15	18	—	—	—	—	631	108
Franco suizo	8	4	1	1	—	—	—	—	10	6
Resto de monedas	33	357	14	17	9	—	—	—	56	374
<b>I. Grupo CVGT</b>	<b>99</b>	<b>91</b>	<b>79</b>	<b>85</b>	<b>5.397</b>	<b>5.332</b>	<b>260</b>	<b>297</b>	<b>5.834</b>	<b>5.806</b>
Euro	16	21	3	8	3.574	3.736	257	294	3.851	4.059
Dólar USA	57	56	45	41	1.813	1.596	3	3	1.918	1.697
Libra esterlina	11	9	15	18	—	—	—	—	27	27
Franco suizo	2	2	1	1	—	—	—	—	4	4
Resto de monedas	12	2	14	17	9	—	—	—	35	19
<b>II. Grupo COMP</b>	<b>690</b>	<b>462</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>690</b>	<b>462</b>
Euro	21	4	—	—	—	—	—	—	21	4
Dólar USA	38	21	—	—	—	—	—	—	38	21
Libra esterlina	604	81	—	—	—	—	—	—	604	81
Franco suizo	6	2	—	—	—	—	—	—	6	2
Resto de monedas	21	354	—	—	—	—	—	—	21	354

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 31 de agosto de 2011. Establecimientos existentes a cada fecha.

TOTAL ENTIDADES DE COMPRAVENTA Y GESTIÓN DE TRANSFERENCIAS (CVGT).  
DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LAS TRANSFERENCIAS

CUADRO A.4

País de destino (a)	% s/ total ordenado		País de origen (a)	% s/ total recibido	
	2009	2010 p		2009	2010 p
<b>TOTAL</b>	<b>74,55</b>	<b>74,72</b>	<b>TOTAL</b>	<b>49,79</b>	<b>53,41</b>
Colombia	18,47	18,26	Estados Unidos	11,17	13,78
Ecuador	13,66	12,73	Italia	11,73	9,51
Bolivia	9,40	8,50	Reino Unido	8,65	7,88
Rumanía	5,30	5,25	Francia	6,77	7,29
Paraguay	4,22	4,41	Alemania	4,32	4,04
Marruecos	4,36	4,03	Guinea Ecuatorial	3,06	2,47
República Dominicana	4,15	3,96	Suiza	1,09	1,93
Perú	3,70	3,61	Perú	1,21	1,15
China	0,79	3,60	Colombia	0,97	0,96
Brasil	3,51	3,60	Rumanía	0,75	0,80

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 31 de agosto de 2011. Establecimientos existentes a cada fecha.

a Se seleccionan los diez primeros países, por orden de importancia.

**BALANCE Y CUENTA DE RESULTADOS.**  
**TOTAL ESTABLECIMIENTOS DE COMPRAVENTA Y GESTIÓN DE TRANSFERENCIAS**

CUADRO A.5

Miles de euros y %

	Balance (diciembre)											
	Importe				% s/ total activo				% Δ			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2008	2009	2010	
<b>Total activo = Total pasivo</b>	<b>216.413</b>	<b>213.967</b>	<b>190.285</b>	<b>184.455</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-1,1</b>	<b>-11,1</b>	<b>-3,1</b>	
<b>ACTIVO</b>												
Caja y entidades de crédito	90.199	84.129	65.472	72.694	41,7	39,3	34,4	39,4	-6,7	-22,2	11,0	
Deudores	56.215	42.972	47.004	38.295	26,0	20,1	24,7	20,8	-23,6	9,4	-18,5	
Inversiones financieras temporales	37.030	35.928	28.333	30.552	17,1	16,8	14,9	16,6	-3,0	-21,1	7,8	
Inmovilizado no financiero	21.235	29.818	28.613	26.475	9,8	13,9	15,0	14,4	40,4	-4,0	-7,5	
Inmovilizado financiero	7.630	9.293	11.518	12.761	3,5	4,3	6,1	6,9	21,8	23,9	10,8	
Otras partidas	4.104	11.827	9.345	3.678	1,9	5,5	4,9	2,0	188,2	-21,0	-60,6	
<b>PASIVO</b>												
Acreedores a corto plazo	104.755	102.318	78.154	82.701	48,4	47,8	41,1	44,8	-2,3	-23,6	5,8	
Transferencias pendientes de pago	19.398	14.089	6.614	9.692	9,0	6,6	3,5	5,3	-27,4	-53,1	46,5	
Corresponsales	35.709	63.829	48.290	34.373	16,5	29,8	25,4	18,6	78,7	-24,3	-28,8	
Otros acreedores no comerciales	20.372	16.119	15.349	17.471	9,4	7,5	8,1	9,5	-20,9	-4,8	13,8	
Otros	29.276	8.281	7.901	21.165	13,5	3,9	4,2	11,5	-71,7	-4,6	167,9	
Otras partidas	10.363	7.778	9.493	5.758	4,8	3,6	5,0	3,1	-24,9	22,0	-39,3	
Fondos propios	87.796	95.197	103.895	109.491	40,6	44,5	54,6	59,4	8,4	9,1	5,4	
Resultados	13.496	8.745	-1.259	-13.494	6,2	4,1	-0,7	-7,3	-35,2	—	—	
<b>Cuenta de resultados acumulada (diciembre)</b>												
	Importe				% s/ comisiones netas				% Δ			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2008	2009	2010	
Comisiones netas	171.171	171.475	152.420	184.392	100,0	100,0	100,0	100,0	0,2	-11,1	21,0	
Por cambio de moneda	8.312	7.429	4.664	29.381	4,9	4,3	3,1	15,9	-10,6	-37,2	530,0	
Por operaciones de transferencia	162.859	164.046	147.756	155.011	95,1	95,7	96,9	84,1	0,7	-9,9	4,9	
Otros ingresos de explotación	—	—	—	5.550	—	—	—	3,0	—	—	—	
Gastos de explotación	-217.400	-228.600	-205.914	-207.428	-127,0	-133,3	-135,1	-112,5	5,2	-9,9	0,7	
Sanearios e insolvencias	-5.168	-6.583	-5.446	-3.249	-3,0	-3,8	-3,6	-1,8	27,4	-17,3	-40,3	
Otras partidas	6.078	5.521	3.404	268	3,6	3,2	2,2	0,1	-9,2	-38,3	-92,1	
Margen de explotación	-45.319	-58.187	-55.536	-20.467	-26,5	-33,9	-36,4	-11,1	28,4	-4,6	-63,1	
Diferencias de cambio	61.530	58.203	56.562	19.007	35,9	33,9	37,1	10,3	-5,4	-2,8	-66,4	
Margen de explotación con dif. cambio	16.211	16	1.026	-1.460	9,5	0,0	0,7	-0,8	-99,9	—	—	
Ingresos y gastos financieros	2.606	2.731	1.990	2.562	1,5	1,6	1,3	1,4	4,8	-27,1	28,7	
Otros ingresos	7.289	2.788	2.387	145	4,3	1,6	1,6	0,1	-61,8	-14,4	-93,9	
Resultado financiero	64.136	60.934	58.552	21.714	37,5	35,5	38,4	11,8	-5,0	-3,9	-62,9	
Resultados antes de impuestos	18.817	2.747	3.016	1.247	11,0	1,6	2,0	0,7	-85,4	9,8	-58,7	
Impuesto sobre beneficios	-6.276	-4.021	-3.099	-1.579	-3,7	-2,3	-2,0	-0,9	-35,9	-22,9	-49,0	
Resultados de operaciones continuadas	12.541	-1.274	-83	-332	7,3	-0,7	-0,1	-0,2	—	-93,5	300,0	
Resultados de operaciones interrumpidas	—	—	—	-228	—	—	—	-0,1	—	—	—	
Resultados después de impuestos	12.541	-1.274	-83	-560	7,3	-0,7	-0,1	-0,3	—	-93,5	574,7	
<b>PRO MEMORIA</b>												
ROE (%)	—	—	—	—	14,3	-1,3	-0,1	-0,5	—	—	—	

FUENTE: Banco de España. Datos disponibles a 31 de agosto de 2011. Establecimientos existentes a última fecha.

## INDICADORES ECONÓMICOS



## ÍNDICE

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

### PRINCIPALES MACROMAGNITUDES

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

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

- 2.1 PIB a precios constantes. Comparación internacional 11\*
- 2.2 Tasas de paro. Comparación internacional 12\*
- 2.3 Precios de consumo. Comparación internacional 13\*
- 2.4 Tipos de cambio bilaterales e índices del tipo de cambio efectivo nominal y real del euro, del dólar estadounidense y del yen japonés 14\*
- 2.5 Tipos de intervención de los bancos centrales y tipos de interés a corto plazo en mercados nacionales 15\*
- 2.6 Rendimientos de la deuda pública a diez años en mercados nacionales 16\*
- 2.7 Mercados internacionales. Índice de precios de materias primas no energéticas. Precios del petróleo y del oro 17\*

### Demanda nacional y actividad

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

### MERCADO DE TRABAJO

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

PRECIOS	5.1	Índice de precios de consumo. España. Base 2006=100	33*
	5.2	Índice armonizado de precios de consumo. España y zona del euro. Base 2005=100	34*
	5.3	Índice de precios industriales. España y zona del euro. Base 2005=100	35*
	5.4	Índices del valor unitario del comercio exterior de España	36*
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS	6.1	Estado. Recursos y empleos según Contabilidad Nacional. España	37*
	6.2	Estado. Operaciones financieras. España <sup>1</sup>	38*
	6.3	Estado. Pasivos en circulación. España <sup>1</sup>	39*
BALANZA DE PAGOS, COMERCIO EXTERIOR Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL	7.1	Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen y detalle de la cuenta corriente <sup>1</sup> (BE)	40*
	7.2	Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de la cuenta financiera (BE)	41*
	7.3	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Exportaciones y expediciones	42*
	7.4	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Importaciones e introducciones	43*
	7.5	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Distribución geográfica del saldo comercial	44*
	7.6	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen <sup>1</sup> (BE)	45*
	7.7	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de inversiones <sup>1</sup> (BE)	46*
	7.8	Activos de reserva de España <sup>1</sup> (BE)	47*
	7.9	Deuda externa de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen <sup>1</sup> (BE)	48*
MAGNITUDES FINANCIERAS	8.1	Balance del Eurosistema (A) y Balance del Banco de España (B). Préstamo neto a las entidades de crédito y sus contrapartidas (BE)	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*
	8.8	Financiación bruta a las Administraciones Públicas, residentes en España (BE)	56*
	8.9	Crédito de entidades de crédito a otros sectores residentes. Detalle por finalidades (BE)	57*
	8.10	Cuenta de resultados de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, residentes en España (BE)	58*

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

TIPOS DE INTERÉS E ÍNDICES  
DE COMPETITIVIDAD

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

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

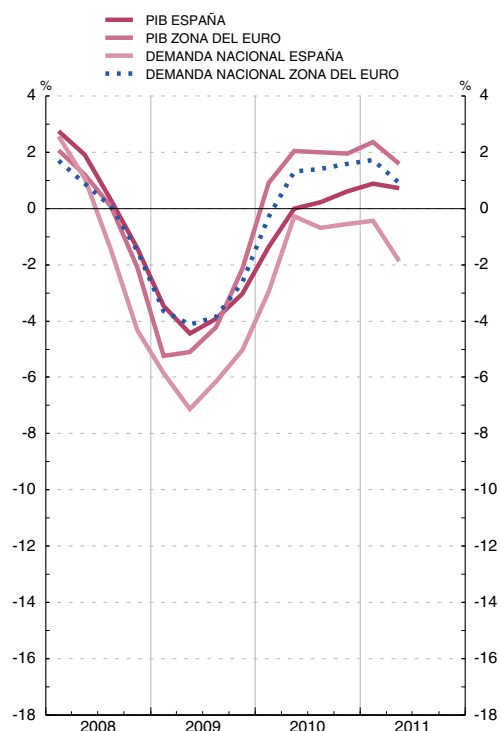
# 1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

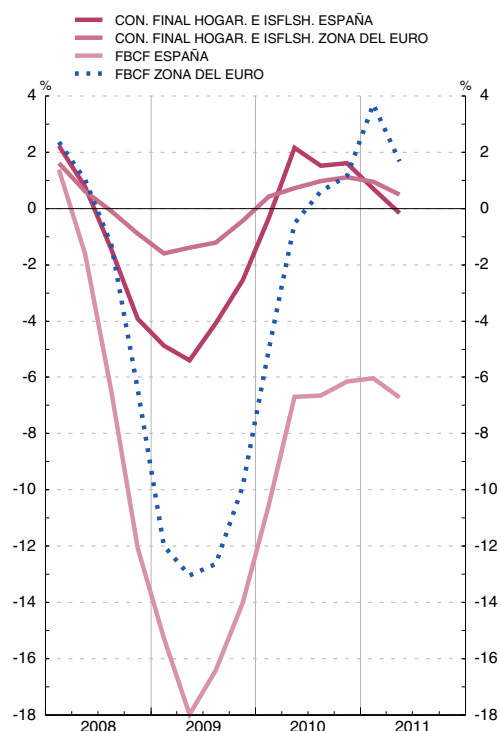
Tasas de variación interanual

		PIB		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH		Consumo final de las AAPP		Formación bruta de capital fijo		Demanda nacional		Exportaciones de bienes y servicios		Importaciones de bienes y servicios		Pro memoria: PIB pm precios corrientes (g)	
		España	Zona del euro	España	Zona del euro (b)	España	Zona del euro (d)	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
08	P	0,9	0,3	-0,6	0,3	5,8	2,3	-4,8	-1,1	-0,5	0,3	-1,1	0,8	-5,3	0,7	1 088	9 219
09	P	-3,7	-4,2	-4,2	-1,2	3,2	2,5	-16,0	-11,9	-6,0	-3,6	-11,6	-12,7	-17,8	-11,5	1 054	8 917
10	P	-0,1	1,7	1,2	0,8	-0,7	0,5	-7,6	-0,9	-1,1	1,0	10,3	10,6	5,4	8,9	1 063	9 148
08	///	0,3	0,1	-1,5	-0,1	6,0	2,4	-6,5	-1,3	-1,5	0,1	-3,4	0,6	-8,2	0,6	273	2 312
IV	P	-1,4	-2,1	-3,9	-0,9	6,4	2,5	-12,1	-6,4	-4,3	-1,5	-7,8	-6,2	-15,6	-4,9	270	2 280
09	I	-3,5	-5,2	-4,9	-1,6	5,9	2,6	-15,3	-12,0	-5,8	-3,6	-16,5	-16,2	-21,5	-12,7	266	2 224
II	P	-4,4	-5,1	-5,4	-1,4	4,4	2,6	-18,0	-13,0	-7,1	-4,1	-15,8	-16,4	-22,2	-14,4	263	2 220
III	P	-3,9	-4,2	-4,1	-1,2	2,7	2,6	-16,4	-12,6	-6,1	-3,9	-11,0	-12,9	-17,2	-12,3	262	2 232
IV	P	-3,0	-2,1	-2,6	-0,4	0,2	2,4	-14,0	-9,9	-5,0	-2,6	-2,1	-5,4	-9,2	-6,6	263	2 242
10	I	-1,4	0,9	-0,3	0,4	-1,1	1,1	-10,5	-5,0	-3,0	-0,3	9,4	7,0	2,0	3,8	264	2 255
II	P	-0,0	2,0	2,1	0,7	-0,1	0,7	-6,7	-0,5	-0,3	1,3	11,9	12,7	9,6	11,0	265	2 283
III	P	0,2	2,0	1,5	1,0	-0,7	0,3	-6,7	0,6	-0,7	1,4	9,4	11,7	5,0	10,4	266	2 302
IV	P	0,6	1,9	1,6	1,1	-0,9	-0,1	-6,1	1,1	-0,6	1,6	10,5	11,0	5,3	10,5	268	2 309
11	I	0,9	2,4	0,7	0,9	2,6	0,8	-6,0	3,7	-0,4	1,7	12,1	9,6	6,3	8,1	271	2 337
II	P	0,7	1,6	-0,2	0,5	-1,0	0,3	-6,7	1,7	-1,9	0,9	8,4	6,2	-1,7	4,7	272	2 351

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



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



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

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

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

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

g. Miles de millones de euros.

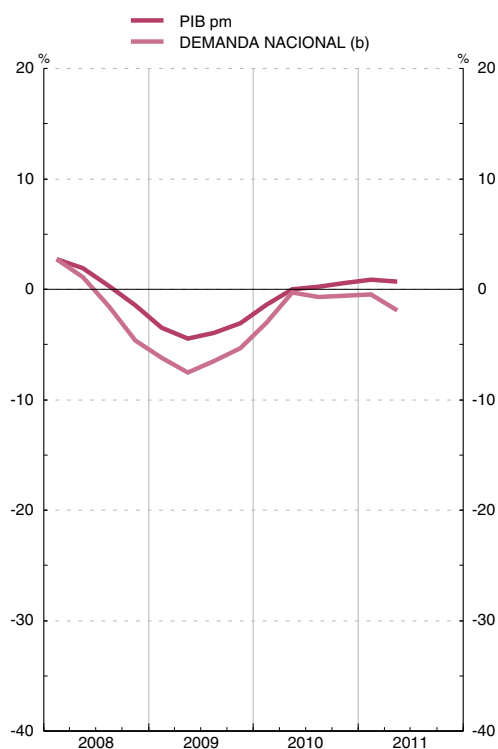
## 1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

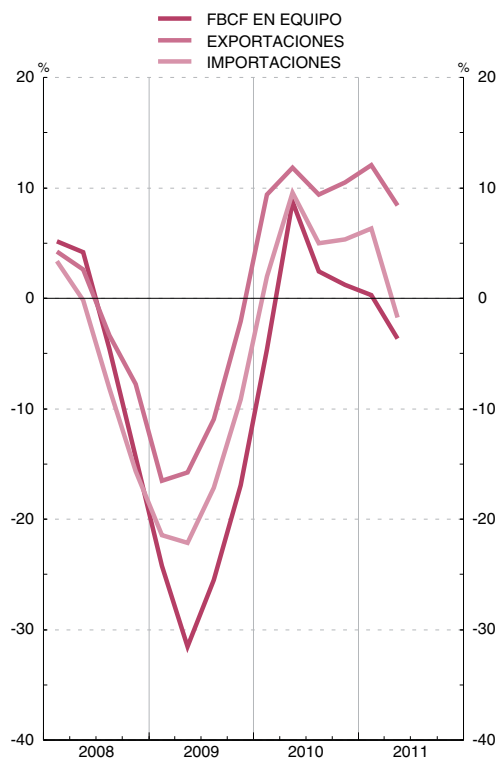
Tasas de variación interanual

		Formación bruta de capital fijo					Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios				Pro memoria	
		Total	Bienes de equipo	Construcción	Otros productos	Variación de existencias (b)	Total	Bienes	Consumo final de no residentes en territorio económico	Servicios	Total	Bienes	Consumo final de residentes en el resto del mundo	Servicios	Demanda nacional (b) (c)	PIB
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
08	P	-4,8	-2,5	-5,9	-4,1	0,1	-1,1	-1,9	-4,3	4,6	-5,3	-6,0	-6,0	-1,6	-0,6	0,9
09	P	-16,0	-24,8	-11,9	-16,2	-0,0	-11,6	-12,5	-9,6	-10,0	-17,8	-19,2	-13,4	-12,5	-6,4	-3,7
10	P	-7,6	1,8	-11,1	-8,2	0,1	10,3	13,6	2,5	5,5	5,4	6,2	2,6	3,1	-1,1	-0,1
08	///	-6,5	-4,6	-7,5	-6,0	0,2	-3,4	-2,8	-4,7	-4,2	-8,2	-9,3	-11,6	-2,2	-1,6	0,3
IV	P	-12,1	-14,4	-11,1	-11,7	0,1	-7,8	-10,6	-10,1	5,4	-15,6	-18,0	-13,1	-4,6	-4,6	-1,4
09	I	-15,3	-24,2	-12,2	-12,1	0,0	-16,5	-20,0	-13,9	-5,3	-21,5	-23,7	-19,5	-11,1	-6,2	-3,5
II	P	-18,0	-31,5	-12,0	-16,9	-0,0	-15,8	-18,4	-9,4	-10,9	-22,2	-24,4	-18,3	-12,0	-7,5	-4,4
III	P	-16,4	-25,5	-11,7	-18,7	-0,0	-11,0	-11,5	-9,3	-10,2	-17,2	-18,4	-8,7	-13,5	-6,5	-3,9
IV	P	-14,0	-16,9	-11,9	-17,2	-0,1	-2,1	2,1	-5,4	-13,3	-9,2	-8,3	-5,6	-13,4	-5,3	-3,0
10	I	-10,5	-4,6	-11,4	-15,8	0,0	9,4	14,7	-0,2	0,1	2,0	3,0	-0,7	-1,4	-3,0	-1,4
II	P	-6,7	8,7	-11,3	-11,0	0,1	11,9	16,3	0,2	6,8	9,6	10,4	2,8	7,5	-0,3	-0,0
III	P	-6,7	2,4	-11,2	-3,0	0,1	9,4	11,3	5,8	5,8	5,0	5,8	4,9	1,6	-0,7	0,2
IV	P	-6,1	1,2	-10,6	-1,5	0,1	10,5	12,3	4,4	9,5	5,3	5,6	3,2	5,0	-0,6	0,6
11	I	-6,0	0,3	-10,4	-0,4	0,0	12,1	15,8	4,6	4,3	6,3	7,4	-2,2	3,6	-0,4	0,9
II	P	-6,7	-3,7	-9,3	-2,7	-0,1	8,4	8,5	9,0	7,7	-1,7	-1,1	-6,9	-3,3	-1,9	0,7

PIB. DEMANDA INTERNA  
Tasas de variación interanual



PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA  
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. Aportación al crecimiento del PIB pm.

c. Demanda de los residentes dentro y fuera del territorio económico.

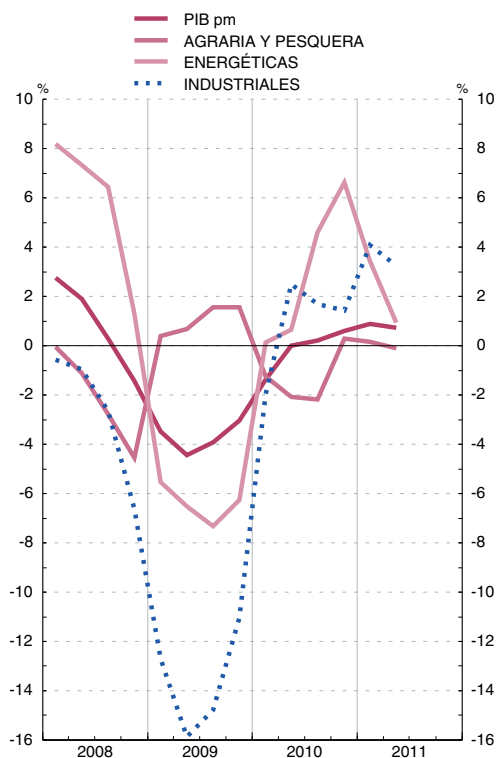
### 1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

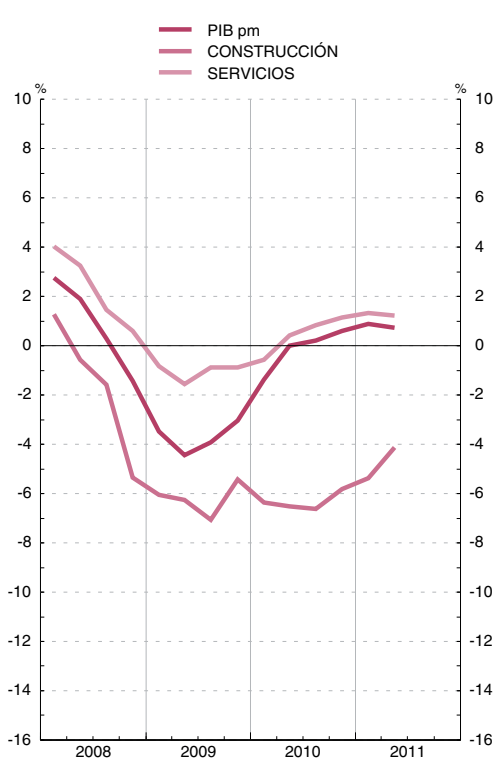
Tasas de variación interanual

			Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas energéticas	Ramas industriales	Construcción	Ramas de los servicios			IVA que grava los productos	Impuestos netos sobre productos importados	Otros impuestos netos sobre los productos
								Total	Servicios de mercado	Servicios no de mercado			
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
08	P	■	0,9	-2,1	5,8	-2,7	-1,6	2,3	1,7	4,7	-1,3	-1,0	-0,7
09	P	■	-3,7	1,0	-6,4	-13,6	-6,2	-1,0	-1,9	2,1	-5,0	-9,9	-7,4
10	P	■	-0,1	-1,3	3,0	0,9	-6,3	0,5	0,4	0,8	-0,7	14,4	1,9
08	III	■	0,3	-2,8	6,4	-2,6	-1,6	1,5	0,7	4,3	-2,0	-3,1	-1,2
IV	P	■	-1,4	-4,6	1,3	-6,6	-5,4	0,6	-0,2	3,6	-3,6	-6,7	-1,3
09	I	■	-3,5	0,4	-5,5	-12,7	-6,1	-0,8	-1,8	2,5	-4,8	-10,6	-7,2
II	P	■	-4,4	0,7	-6,5	-15,9	-6,3	-1,6	-2,6	2,2	-6,0	-12,3	-8,1
III	P	■	-3,9	1,6	-7,3	-14,8	-7,1	-0,9	-1,7	2,0	-5,2	-10,7	-8,4
IV	P	■	-3,0	1,6	-6,3	-11,0	-5,4	-0,9	-1,6	1,6	-4,0	-5,7	-6,1
10	I	■	-1,4	-1,2	0,1	-2,0	-6,4	-0,6	-1,0	0,7	-2,1	3,1	0,6
II	P	■	-0,0	-2,1	0,6	2,5	-6,5	0,4	0,3	0,9	-0,3	12,7	4,3
III	P	■	0,2	-2,2	4,6	1,7	-6,6	0,8	0,9	0,7	-0,4	19,7	1,6
IV	P	■	0,6	0,3	6,6	1,4	-5,8	1,1	1,3	0,7	-	22,7	1,1
11	I	■	0,9	0,2	3,4	4,1	-5,4	1,3	1,5	0,9	1,1	15,7	-4,3
II	P	■	0,7	-0,1	0,9	3,2	-4,1	1,2	1,4	0,5	-0,1	3,7	-3,2

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD  
Tasas de variación interanual



PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD  
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

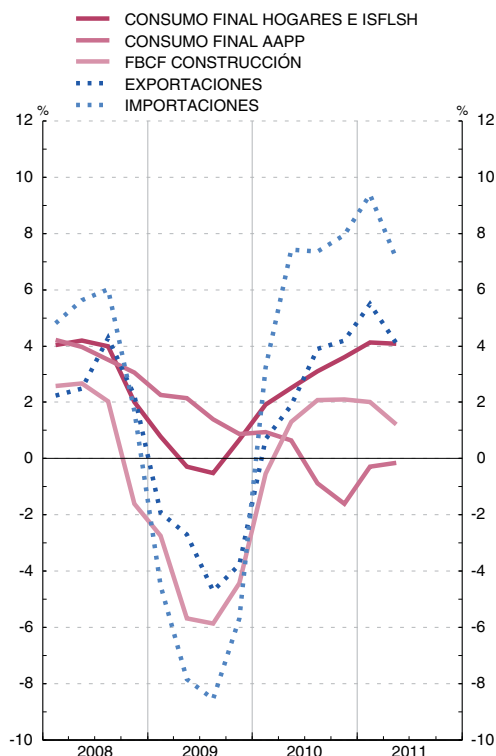
# 1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

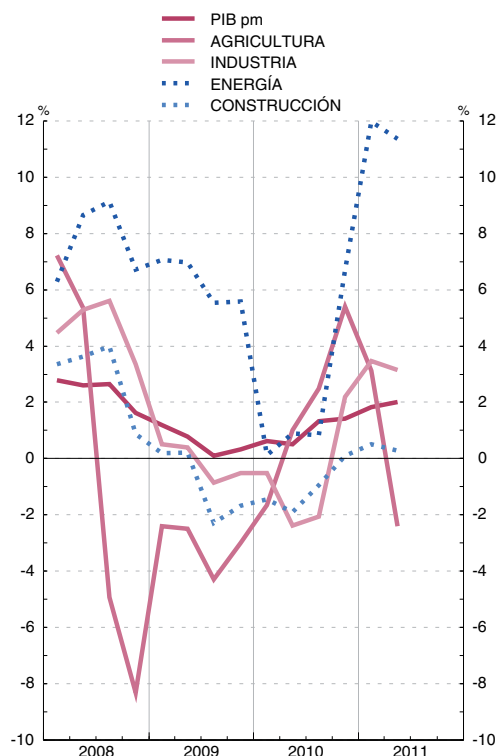
Tasas de variación interanual

		Componentes de la demanda							Ramas de actividad						
		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	Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas Energéticas	Ramas Industriales	Construcción	De los que	
				Bienes de equipo	Construcción	Otros productos								Ramas de los servicios	Servicios de mercado
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
08	P	3,5	3,7	0,9	1,4	1,4	2,8	4,5	2,4	-0,5	7,7	4,7	2,9	4,5	4,7
09	P	0,1	1,7	-0,8	-4,7	-2,9	-3,3	-6,7	0,6	-3,0	6,3	-0,1	-0,9	2,8	2,8
10	P	2,8	-0,2	2,3	1,2	4,7	2,7	6,5	1,0	1,7	2,2	-0,7	-1,1	-0,6	-0,6
08 ///	P	4,0	3,5	0,7	2,0	1,5	4,3	6,0	2,6	-4,9	9,1	5,6	4,0	4,6	4,9
IV	P	2,0	3,1	0,3	-1,6	0,1	2,2	1,7	1,6	-8,3	6,7	3,4	0,9	4,0	4,1
09 /	P	0,8	2,3	-0,0	-2,8	-2,5	-1,9	-4,5	1,2	-2,4	7,1	0,5	0,2	3,4	3,8
///	P	-0,3	2,2	-1,0	-5,7	-3,4	-2,7	-7,8	0,8	-2,5	7,0	0,4	0,2	3,6	3,6
III	P	-0,5	1,4	-1,3	-5,9	-4,0	-4,7	-8,5	0,1	-4,3	5,5	-0,8	-2,3	2,3	2,2
IV	P	0,6	0,9	-0,9	-4,4	-1,9	-3,8	-5,7	0,3	-3,0	5,6	-0,5	-1,7	1,8	1,7
10 /	P	1,9	0,9	1,2	-0,5	1,9	0,7	3,2	0,6	-1,6	0,1	-0,5	-1,5	0,6	0,4
II	P	2,5	0,6	1,9	1,3	4,6	1,9	7,4	0,5	1,0	0,9	-2,4	-1,9	-1,3	-1,8
III	P	3,1	-0,9	2,7	2,1	5,9	3,9	7,3	1,3	2,5	0,8	-2,1	-0,9	-1,3	-1,3
IV	P	3,6	-1,6	3,6	2,1	6,4	4,2	7,9	1,4	5,4	6,7	2,2	0,1	-0,4	0,2
11 /	P	4,1	-0,3	4,1	2,0	6,9	5,5	9,4	1,8	3,1	12,0	3,5	0,5	1,3	2,0
II	P	4,0	-0,2	3,6	1,2	5,2	4,1	7,1	2,0	-2,4	11,4	3,1	0,3	1,6	2,6

PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS  
Tasas de variación interanual



PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS  
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3.75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rúbrica Importaciones de bienes y servicios.

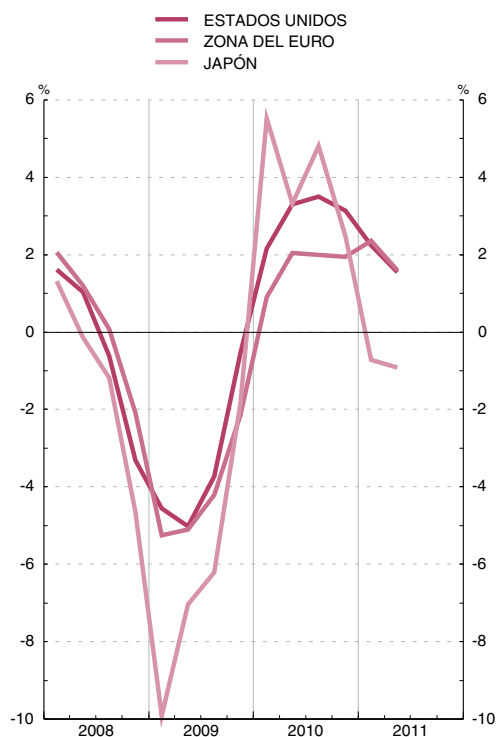
## 2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

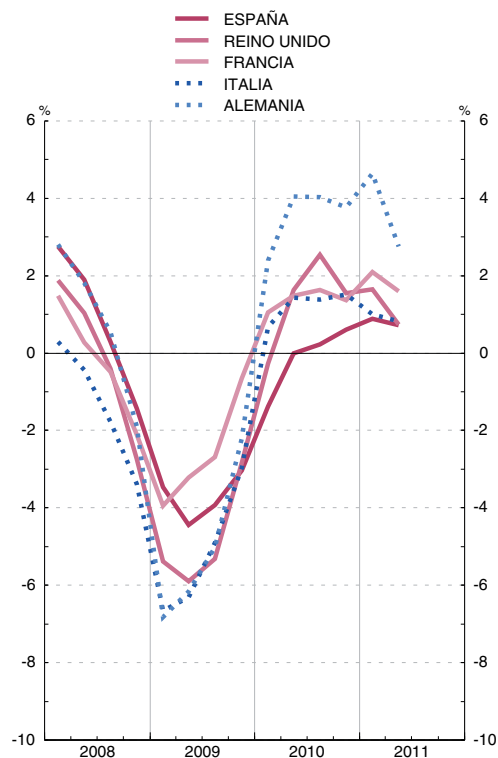
Tasas de variación interanual

	OCDE	UE 27	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
08	-2,7	0,4	0,3	0,8	0,9	-0,3	-0,2	-1,3	-1,2	-0,1
09	-0,9	-4,3	-4,2	-5,1	-3,7	-3,5	-2,6	-5,2	-6,3	-4,9
10	3,0	1,8	1,7	3,6	-0,1	3,0	1,4	1,2	4,0	1,4
08 II	1,3	1,4	1,2	1,8	1,9	1,0	0,3	-0,4	-0,1	1,0
III	0,0	0,2	0,1	0,5	0,3	-0,6	-0,5	-1,8	-1,2	-0,4
IV	-2,7	-2,1	-2,1	-1,9	-1,4	-3,3	-2,1	-3,4	-4,7	-2,7
09 I	-5,4	-5,2	-5,2	-6,8	-3,5	-4,5	-3,9	-6,7	-9,9	-5,4
II	-5,1	-5,2	-5,1	-6,2	-4,4	-5,0	-3,2	-6,3	-7,0	-5,9
III	-3,9	-4,5	-4,2	-5,0	-3,9	-3,7	-2,7	-4,9	-6,2	-5,3
IV	-0,9	-2,3	-2,1	-2,2	-3,0	-0,5	-0,6	-3,0	-1,8	-2,8
10 I	2,5	0,7	0,9	2,4	-1,4	2,2	1,1	0,7	5,5	-0,3
II	3,3	2,1	2,0	4,1	-0,0	3,3	1,5	1,4	3,3	1,6
III	3,3	2,3	2,0	4,0	0,2	3,5	1,6	1,4	4,8	2,5
IV	3,0	2,1	1,9	3,8	0,6	3,1	1,4	1,5	2,5	1,5
11 I	2,4	2,4	2,4	4,6	0,9	2,2	2,1	1,0	-0,7	1,6
II	...	1,7	1,6	2,8	0,7	1,5	1,6	0,8	-0,9	0,7

PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 26.2.



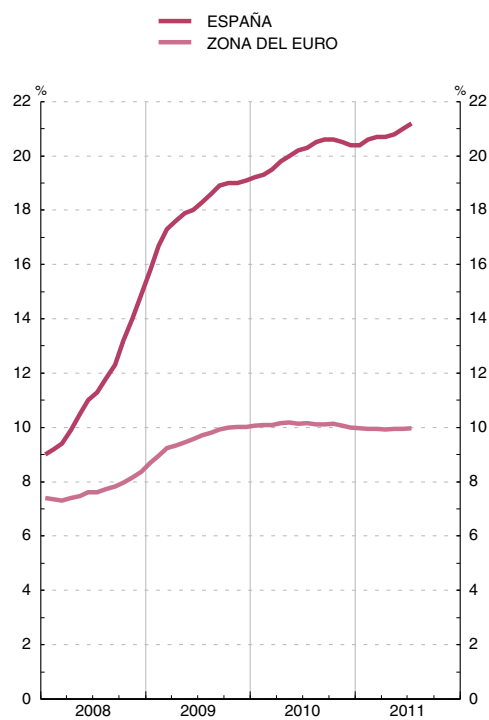
## 2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

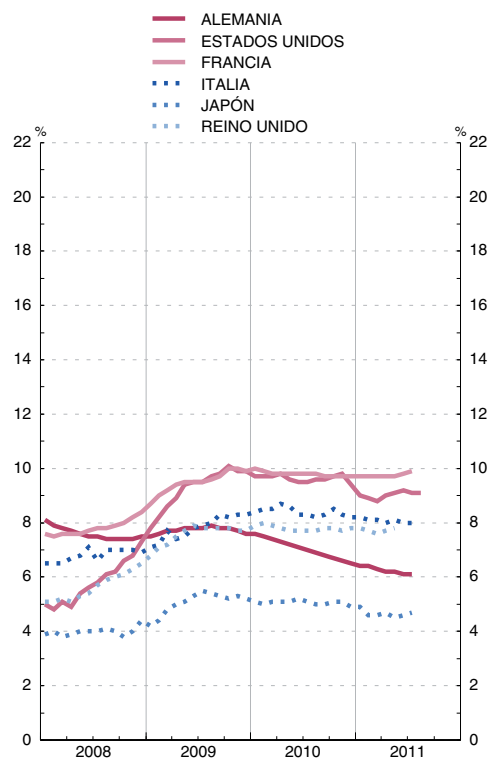
Porcentajes

	OCDE	UE 27	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>08</b>	6,1	7,1	7,7	7,6	11,4	5,8	7,8	6,8	4,0	5,6
<b>09</b>	8,4	9,0	9,6	7,7	18,0	9,3	9,5	7,8	5,1	7,6
<b>10</b>	8,6	9,7	10,1	7,0	20,1	9,6	9,8	8,4	5,1	7,8
<b>10 Mar</b>	8,7	9,7	10,1	7,4	19,5	9,7	9,8	8,5	5,1	7,9
<b>Abr</b>	8,7	9,7	10,2	7,3	19,8	9,8	9,8	8,7	5,1	7,8
<b>May</b>	8,6	9,7	10,2	7,2	20,0	9,6	9,8	8,6	5,1	7,7
<b>Jun</b>	8,5	9,7	10,2	7,1	20,2	9,5	9,8	8,3	5,2	7,7
<b>Jul</b>	8,6	9,7	10,2	7,0	20,3	9,5	9,8	8,3	5,1	7,7
<b>Ago</b>	8,6	9,6	10,1	6,9	20,5	9,6	9,8	8,2	5,0	7,7
<b>Sep</b>	8,6	9,6	10,1	6,8	20,6	9,6	9,7	8,3	5,0	7,8
<b>Oct</b>	8,6	9,7	10,2	6,7	20,6	9,7	9,7	8,5	5,1	7,8
<b>Nov</b>	8,5	9,6	10,1	6,6	20,5	9,8	9,7	8,3	5,1	7,7
<b>Dic</b>	8,4	9,6	10,0	6,5	20,4	9,4	9,7	8,2	4,9	7,8
<b>11 Ene</b>	8,3	9,5	10,0	6,4	20,4	9,0	9,7	8,2	4,9	7,8
<b>Feb</b>	8,2	9,5	10,0	6,4	20,6	8,9	9,7	8,1	4,6	7,7
<b>Mar</b>	8,2	9,4	10,0	6,3	20,7	8,8	9,7	8,1	4,6	7,6
<b>Abr</b>	8,2	9,4	9,9	6,2	20,7	9,0	9,7	8,0	4,7	7,7
<b>May</b>	8,2	9,5	10,0	6,2	20,8	9,1	9,7	8,1	4,5	7,8
<b>Jun</b>	8,2	9,5	10,0	6,1	21,0	9,2	9,8	8,0	4,6	...
<b>Jul</b>	8,2	9,5	10,0	6,1	21,2	9,1	9,9	8,0	4,7	...
<b>Ago</b>	...	...	...	...	...	9,1	...	...	...	...

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTE: OCDE.

## 2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ Serie representada gráficamente.

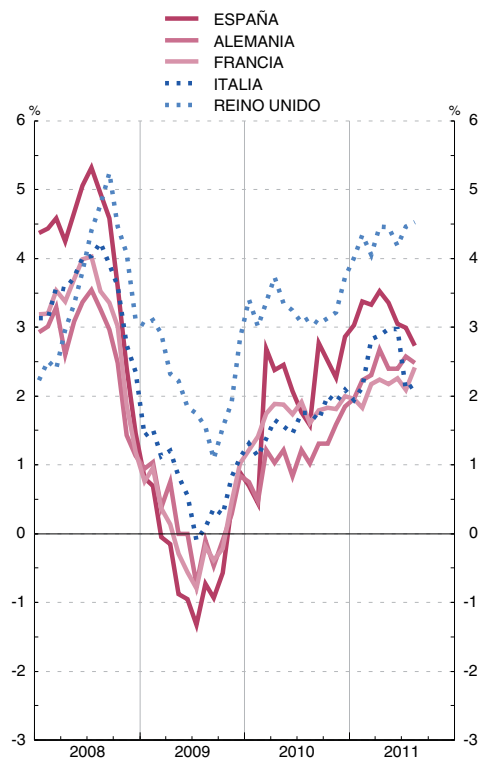
Tasas de variación interanual

	OCDE	UE 27	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
08	3,7	3,7	3,3	2,8	4,1	3,8	3,2	3,5	1,4	3,6
09	0,6	1,0	0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,1	0,8	-1,3	2,2
10	1,9	2,1	1,6	1,2	2,0	1,6	1,7	1,6	-0,7	3,3
10 Mar	2,1	2,0	1,6	1,2	2,7	2,3	1,7	1,4	-0,8	3,4
Abr	2,2	2,1	1,6	1,0	2,4	2,2	1,9	1,6	-0,8	3,7
May	2,0	2,1	1,7	1,2	2,5	2,0	1,9	1,6	-0,7	3,3
Jun	1,5	1,9	1,5	0,8	2,1	1,1	1,7	1,5	-0,7	3,2
Jul	1,6	2,1	1,7	1,2	1,8	1,2	1,9	1,8	-1,0	3,1
Ago	1,5	2,0	1,6	1,0	1,6	1,2	1,6	1,8	-1,1	3,1
Sep	1,7	2,2	1,9	1,3	2,8	1,2	1,8	1,6	-0,9	3,0
Oct	1,8	2,3	1,9	1,3	2,5	1,2	1,8	2,0	-0,2	3,1
Nov	1,8	2,3	1,9	1,6	2,3	1,1	1,8	1,9	-0,3	3,2
Dic	2,0	2,7	2,2	1,9	2,9	1,4	2,0	2,1	-0,4	3,7
11 Ene	2,1	2,8	2,3	2,0	3,0	1,6	2,0	1,9	-0,6	4,0
Feb	2,3	2,9	2,4	2,2	3,4	2,1	1,8	2,1	-0,5	4,3
Mar	2,6	3,1	2,7	2,3	3,3	2,7	2,2	2,8	-0,5	4,1
Abr	2,9	3,3	2,8	2,7	3,5	3,2	2,2	2,9	-0,5	4,5
May	3,1	3,2	2,7	2,4	3,4	3,6	2,2	3,0	-0,4	4,5
Jun	3,0	3,1	2,7	2,4	3,0	3,6	2,3	3,0	-0,4	4,2
Jul	3,1	2,9	2,5	2,6	3,0	3,7	2,1	2,1	0,2	4,5
Ago	...	2,9	2,5	2,5	2,7	...	2,4	2,2	...	4,5

PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: OCDE, INE y Eurostat.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadros 26.11 y 26.15.

a. Índices armonizados de precios de consumo para los países de la UE.

## 2.4. TIPOS DE CAMBIO BILATERALES E ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL Y REAL DEL EURO, DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y DEL YEN JAPONÉS

■ Serie representada gráficamente.

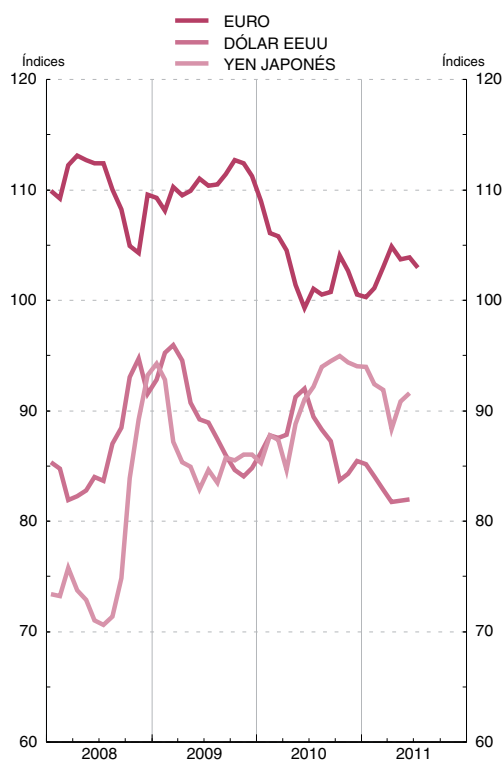
Media de cifras diarias

	Tipos de cambio			Índices del tipo de cambio efectivo nominal frente a países desarrollados. Base 1999 I = 100 (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados Base 1999 I = 100 (b)					
	Dólar estadounidense por ecu/euro	Yen japonés por ecu/euro	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
							Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
08	1,4707	152,31	103,36	110,4	78,2	98,3	109,9	86,6	76,9	107,6	90,5	74,9
09	1,3940	130,30	93,57	111,7	81,1	112,4	110,6	89,5	86,5	104,9	92,7	85,0
10	1,3267	116,42	87,78	104,7	79,1	120,7	103,0	87,6	90,8	98,8	93,2	87,9
10 E-A	1,3168	118,79	90,18	105,0	80,1	118,1	103,5	88,8	88,9	99,0	94,2	86,6
11 E-A	1,4102	114,22	81,02	105,0	73,9	125,7	102,9	82,9	91,5	98,7	89,9	87,4
10 Jun	1,2209	110,99	90,92	100,6	83,1	121,0	99,3	92,0	91,0	95,2	97,5	88,4
Jul	1,2770	111,73	87,50	102,5	80,7	123,0	101,0	89,4	92,2	97,0	94,8	89,6
Ago	1,2894	110,04	85,33	102,1	79,7	125,3	100,6	88,3	94,0	96,6	93,8	90,9
Sep	1,3067	110,26	84,38	102,5	78,8	125,7	100,8	87,3	94,5	97,2	92,7	90,9
Oct	1,3898	113,67	81,79	106,0	75,8	126,1	104,1	83,7	95,0	100,4	89,7	91,1
Nov	1,3661	112,69	82,51	104,7	76,3	125,8	102,7	84,3	94,4	98,9	90,5	90,4
Dic	1,3220	110,11	83,29	102,6	77,5	126,2	100,5	85,5	94,0	96,7	91,6	90,5
11 Ene	1,3360	110,38	82,63	102,4	76,6	126,5	100,3	85,2	94,0	96,7	90,8	90,3
Feb	1,3649	112,77	82,63	103,4	75,6	125,1	101,1	84,1	92,4	97,6	90,1	88,5
Mar	1,3999	114,40	81,72	105,2	74,4	125,2	103,0	82,9	91,9	99,0	89,8	87,7
Abr	1,4442	120,42	83,39	107,0	73,2	120,7	104,9	81,7	88,4	100,5	89,0	84,4
May	1,4349	116,47	81,17	106,0	73,2	124,3	103,7	81,9	90,8	99,2	89,9	86,4
Jun	1,4388	115,75	80,45	106,1	73,2	125,3	103,9	82,0	91,6	99,4	89,7	87,2
Jul	1,4264	113,26	79,40	105,2	72,8	127,2	103,0	...	...	98,3	...	...
Ago	1,4343	110,43	77,00	104,9	72,5	130,9	...	...	...	...	...	...

### TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



### ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL CON PRECIOS DE CONSUMO FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



FUENTES: BCE y BE.

a. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003) y (2004-2006), de las variaciones de la cotización al contado de cada moneda respecto de las monedas que componen la agrupación.

La caída del índice significa una depreciación de la moneda frente a la agrupación.

b. Resultado de multiplicar los precios relativos de cada área-país (relación entre el índice de precios del área-país y el de los países del grupo) por el tipo de cambio efectivo nominal. La caída del índice refleja una depreciación del tipo efectivo real y, por consiguiente, puede interpretarse como una mejora de la competitividad de dicha área-país.

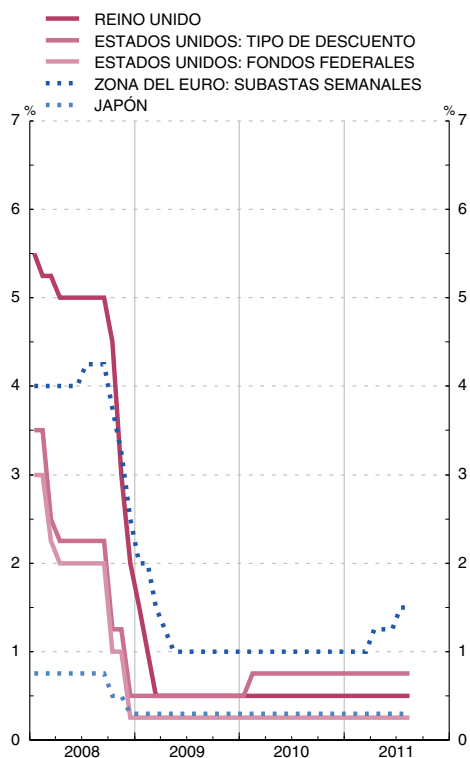
## 2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANKOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

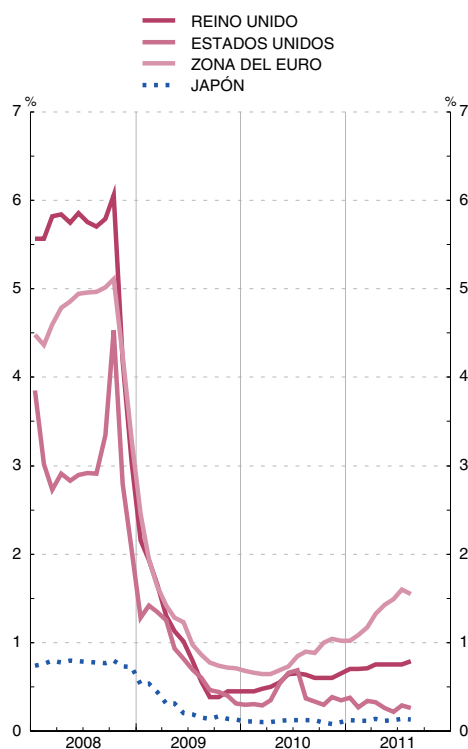
Porcentajes

	Tipos de intervención					Tipos interbancarios a tres meses									
	Zona del euro	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	(a)	Tipo descuento (b)	Fondos federales	(c)	(d)	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
08	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
08	2,50	0,50	0,25	0,30	2,00	3,45	4,75	4,63	-	-	3,07	-	-	0,77	5,41
09	1,00	0,50	0,25	0,30	0,50	0,93	1,19	1,22	-	-	0,83	-	-	0,27	1,01
10	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,61	0,78	0,81	-	-	0,40	-	-	0,11	0,57
10 Mar	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,48	0,61	0,65	-	-	0,29	-	-	0,10	0,48
Abr	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,51	0,62	0,65	-	-	0,35	-	-	0,10	0,50
May	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,61	0,66	0,69	-	-	0,54	-	-	0,11	0,55
Jun	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,70	0,74	0,73	-	-	0,66	-	-	0,12	0,64
Jul	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,75	0,83	0,85	-	-	0,69	-	-	0,12	0,65
Ago	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,64	0,86	0,90	-	-	0,37	-	-	0,12	0,64
Sep	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,63	0,84	0,88	-	-	0,33	-	-	0,13	0,60
Oct	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,64	0,93	1,00	-	-	0,30	-	-	0,09	0,60
Nov	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,69	0,98	1,04	-	-	0,38	-	-	0,08	0,60
Dic	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,69	0,98	1,02	-	-	0,35	-	-	0,10	0,65
11 Ene	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,70	0,99	1,02	-	-	0,37	-	-	0,12	0,70
Feb	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,68	1,05	1,09	-	-	0,27	-	-	0,12	0,70
Mar	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,74	1,13	1,18	-	-	0,34	-	-	0,11	0,71
Abr	1,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,78	1,25	1,32	-	-	0,32	-	-	0,14	0,75
May	1,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,79	1,34	1,43	-	-	0,26	-	-	0,12	0,75
Jun	1,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,79	1,39	1,49	-	-	0,21	-	-	0,12	0,75
Jul	1,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,86	1,48	1,60	-	-	0,29	-	-	0,14	0,75
Ago	1,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,83	1,44	1,55	-	-	0,26	-	-	0,13	0,79

TIPOS DE INTERVENCIÓN



TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

a. Operaciones principales de financiación.

b. Desde enero de 2003, primary credit rate.

c. Tipos de interés de intervención (discount rate).

d. Oferta complementaria de liquidez (retail bank base rate).

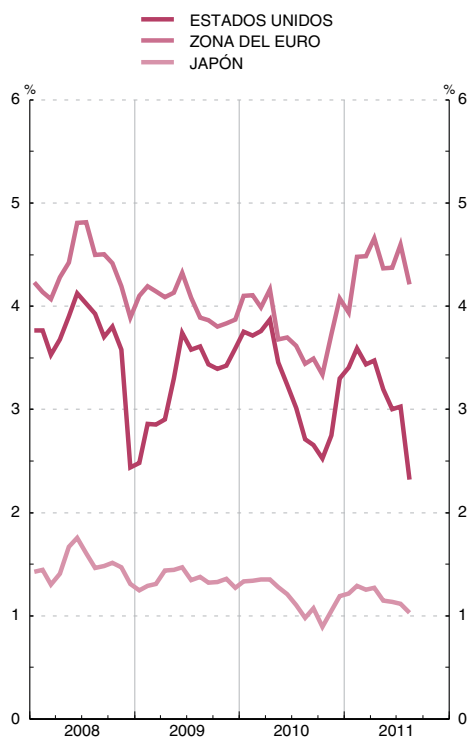
## 2.6. RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

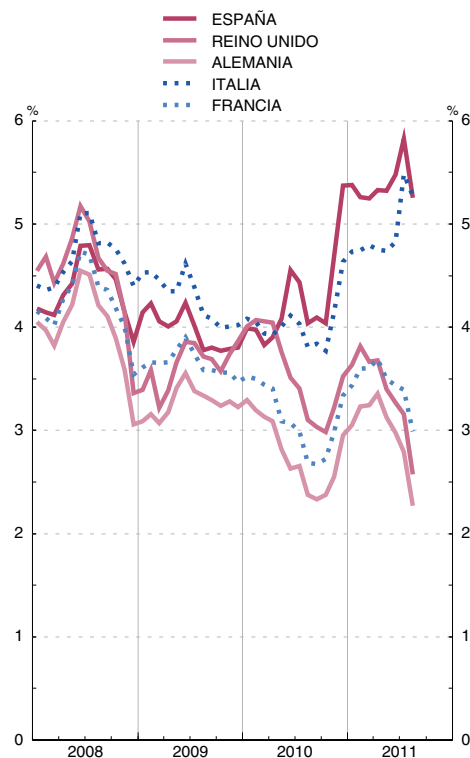
Porcentajes

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>08</b>	3,63	4,33	4,36	4,00	4,36	3,69	4,24	4,66	1,49	4,55
<b>09</b>	3,18	3,74	4,03	3,27	3,97	3,27	3,65	4,28	1,35	3,63
<b>10</b>	3,05	3,52	3,78	2,78	4,25	3,22	3,12	4,03	1,18	3,56
<b>10 Mar</b>	3,36	3,65	3,99	3,14	3,83	3,76	3,45	3,94	1,35	4,05
<b>Abr</b>	3,42	3,67	4,16	3,09	3,90	3,87	3,41	3,93	1,35	4,05
<b>May</b>	3,16	3,49	3,68	2,82	4,08	3,46	3,09	4,01	1,28	3,76
<b>Jun</b>	3,05	3,49	3,70	2,63	4,56	3,24	3,07	4,11	1,21	3,51
<b>Jul</b>	2,92	3,45	3,62	2,65	4,43	3,01	2,99	4,03	1,10	3,41
<b>Ago</b>	2,67	3,18	3,44	2,38	4,04	2,71	2,69	3,81	0,98	3,10
<b>Sep</b>	2,67	3,21	3,50	2,33	4,09	2,65	2,67	3,84	1,07	3,03
<b>Oct</b>	2,58	3,18	3,34	2,38	4,04	2,52	2,72	3,77	0,89	2,99
<b>Nov</b>	2,83	3,52	3,73	2,55	4,69	2,75	2,99	4,14	1,05	3,22
<b>Dic</b>	3,24	3,92	4,07	2,95	5,37	3,30	3,34	4,63	1,19	3,53
<b>11 Ene</b>	3,32	4,02	3,94	3,05	5,38	3,41	3,44	4,73	1,22	3,63
<b>Feb</b>	3,46	4,13	4,48	3,23	5,26	3,59	3,60	4,74	1,29	3,81
<b>Mar</b>	3,40	4,15	4,49	3,24	5,25	3,44	3,60	4,80	1,26	3,67
<b>Abr</b>	3,46	4,26	4,66	3,36	5,33	3,47	3,69	4,75	1,27	3,68
<b>May</b>	3,28	4,15	4,37	3,13	5,32	3,19	3,50	4,74	1,15	3,40
<b>Jun</b>	3,18	4,14	4,37	2,98	5,48	3,00	3,44	4,82	1,14	3,27
<b>Jul</b>	3,21	4,22	4,59	2,79	5,82	3,03	3,40	5,49	1,12	3,15
<b>Ago</b>	2,70	3,74	4,21	2,27	5,25	2,32	2,99	5,28	1,03	2,57

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

## 2.7. MERCADOS INTERNACIONALES. ÍNDICE DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS. PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DEL ORO

■ Serie representada gráficamente.

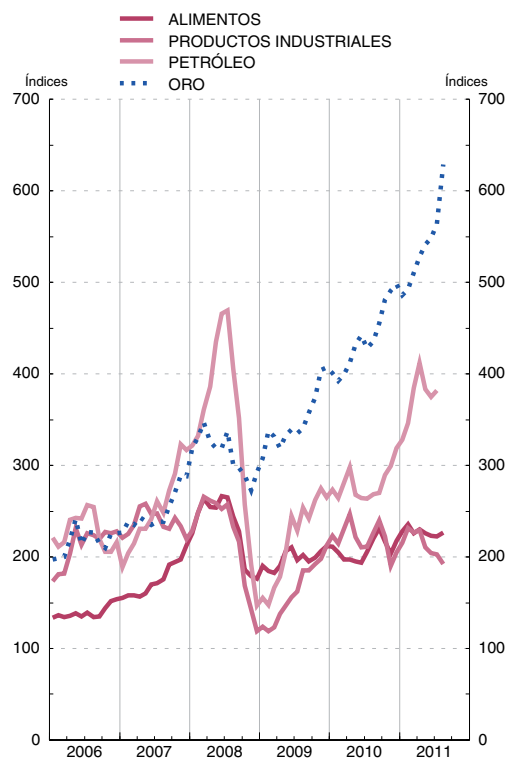
Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)						Petróleo		Oro		
	En euros	En dólares estadounidenses					Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo
	General	General	Alimentos	Productos industriales				Dólares estadounidenses por barril			
				Total	Agrícolas no alimenticios	Metales					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
06	125,6	170,8	139,3	211,6	147,3	246,4	227,8	64,9	216,7	604,6	15,45
07	136,4	202,3	175,1	237,4	162,4	278,4	252,1	73,0	249,8	696,7	16,32
08	142,2	227,4	232,4	221,0	176,0	245,5	343,7	97,2	312,5	871,7	19,07
09	120,8	182,3	198,0	162,2	136,0	176,4	219,2	61,7	348,8	973,0	22,42
10	158,6	213,1	207,9	220,2	211,2	225,9	280,0	79,9	439,2	1 225,3	29,76
10 E-A	148,8	211,9	203,1	223,2	202,1	234,7	272,7	77,4	418,0	1 166,0	28,59
11 E-A	194,6	220,5	227,0	213,8	263,2	192,6	...	112,6	537,9	1 500,5	34,21
10 Jul	150,4	208,1	205,4	211,4	198,1	218,7	263,9	76,4	427,6	1 193,0	30,01
Ago	159,6	222,9	220,2	226,4	203,5	238,9	268,8	77,9	435,8	1 215,8	30,31
Sep	166,1	235,2	231,7	239,6	223,0	248,8	269,7	78,4	455,6	1 271,0	31,25
Oct	168,6	219,0	216,8	222,6	223,0	223,5	289,4	83,0	481,1	1 342,0	31,04
Nov	180,1	196,8	203,2	190,1	223,5	175,7	299,4	85,7	491,1	1 369,9	32,27
Dic	198,3	211,3	217,6	204,8	248,0	186,2	319,0	92,3	498,2	1 389,7	33,80
11 Ene	207,1	221,5	227,7	215,2	266,7	193,1	328,2	97,4	486,2	1 356,4	32,70
Feb	212,5	233,5	235,4	231,5	301,3	201,5	346,1	103,7	492,1	1 372,7	32,35
Mar	201,2	226,3	226,0	226,8	298,4	196,1	384,8	115,4	510,5	1 424,0	32,66
Abr	198,4	229,9	230,2	229,5	300,8	199,0	411,9	124,4	528,3	1 473,8	32,88
May	189,0	218,4	226,0	210,6	258,1	190,2	383,2	116,2	541,4	1 510,4	33,90
Jun	183,4	213,5	222,8	203,9	244,5	186,5	374,9	114,9	548,0	1 528,7	34,15
Jul	185,2	212,7	222,2	202,8	224,2	193,6	382,1	117,3	563,8	1 572,8	35,41
Ago	181,8	209,5	226,3	192,1	215,9	181,8	...	111,3	628,4	1 753,1	39,42

### ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS



### ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS, PETRÓLEO Y ORO



FUENTES: The Economist, FMI, BCE y BE.

a. Las ponderaciones están basadas en el valor de las importaciones mundiales de materias primas en el periodo 1999-2001.

b. Índice del promedio de los precios en dólares estadounidenses de distintos tipos de crudo, mediano, liviano y pesado.

c. Índice del fixing en dólares estadounidenses a las 15.30 h. en el mercado de Londres.

### 3.1 INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

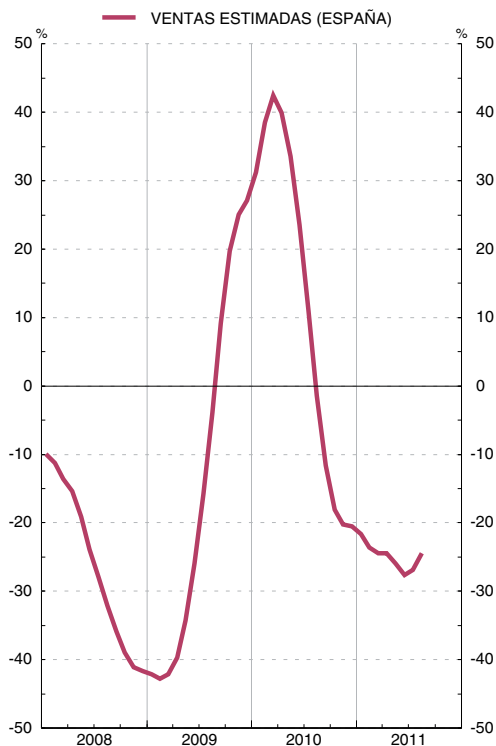
Tasas de variación interanual

	Encuestas de opinión (porcentajes netos)						Matriculaciones y ventas de automóviles				Índices de comercio al por menor (Base 2005=100, CNAE 2009) (Índices deflactados)								
	Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		De las que			Pro memoria: zona del euro	Índice general de comercio minorista	Índice general sin estaciones de servicio							
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista (a)	Matriculaciones	Uso privado	Ventas estimadas			Matriculaciones	Total	Del cual	Grandes superficies	Grandes cadenas	Pequeñas cadenas	Empresas unificadas	Pro memoria zona del euro (a)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
08		-33,7	-32,6	-20,4	-27,6	-18,1	-10,0	-27,4	-30,0	-28,1	-8,0	-5,7	-5,7	-2,3	-5,2	1,1	-8,6	-8,0	-0,8
09		-28,2	-26,2	-13,2	-24,6	-14,8	-15,5	-18,1	-10,7	-17,9	4,6	-5,7	-5,8	-3,4	-6,0	-1,6	-7,1	-7,2	-2,0
10	P	-20,9	-18,0	-9,7	-17,2	-14,0	-4,0	3,0	-1,3	3,1	-8,1	-1,6	-0,9	-0,4	-1,6	1,9	-3,1	-2,0	1,1
10 E-A	P	-21,1	-18,4	-10,0	-16,0	-15,7	-6,2	21,9	15,1	21,9	-6,6	-1,0	-0,2	-0,1	-0,9	2,4	-2,2	-0,9	1,1
11 E-A	P	-17,2	-13,9	-6,9	-20,0	-11,3	-2,7	-22,9	-6,8	-22,2	...	...	...	...	...	...	...	...	...
10 Sep	P	-19,0	-15,5	-8,4	-13,3	-11,0	-0,8	-27,0	-27,2	-27,3	-12,4	-3,0	-2,9	-0,8	-5,8	0,6	-6,3	-3,6	1,6
Oct	P	-19,7	-17,3	-8,4	-22,3	-10,9	-0,8	-37,9	-36,0	-37,6	-15,4	-2,9	-2,6	-2,1	-1,0	0,4	-5,0	-5,1	1,5
Nov	P	-20,7	-16,3	-10,0	-20,7	-9,4	-1,1	-25,8	-22,1	-25,5	-10,1	-1,0	-0,7	1,0	-0,8	3,3	-4,4	-2,5	1,3
Dic	P	-22,8	-20,2	-9,8	-22,6	-11,0	4,3	-24,0	-19,9	-23,9	-7,0	-4,5	-3,9	-2,0	-5,2	-0,4	-4,1	-5,4	0,2
11 Ene	P	-21,0	-22,6	-10,5	-22,3	-11,2	-0,6	-23,6	-16,4	-23,5	-4,4	-4,6	-4,5	-3,2	-6,3	-0,4	-4,6	-6,1	0,8
Feb	P	-15,2	-18,2	-5,5	-20,1	-10,0	-0,2	-28,0	-13,1	-27,6	0,1	-4,6	-4,6	-2,9	-7,1	0,1	-3,9	-6,3	1,3
Mar	P	-22,6	-15,0	-10,6	-23,1	-10,6	-1,4	-29,8	-8,9	-29,1	-4,6	-7,9	-8,1	-5,7	-12,4	-3,8	-7,9	-8,7	-1,2
Abr	P	-21,0	-15,2	-11,0	-21,7	-11,6	-1,8	-24,1	-12,0	-23,3	-0,2	-2,1	-1,5	1,1	0,5	6,4	-3,4	-6,1	1,4
May	P	-15,5	-11,5	-6,2	-18,7	-9,9	-2,4	-24,1	-4,3	-23,3	-1,2	-5,9	-5,8	-3,6	-8,4	-	-8,4	-6,9	-1,9
Jun	P	-11,9	-6,3	-2,9	-16,5	-9,7	-2,6	-31,5	-14,8	-31,4	-3,9	-7,6	-7,4	-2,2	-9,7	0,3	-12,2	-8,9	-0,4
Jul	P	-13,4	-8,1	-2,2	-17,3	-11,2	-3,6	-5,5	15,8	-4,0	...	-6,0	-5,6	-5,3	-5,0	-3,9	-7,0	-6,3	0,2
Ago	P	-17,0	-14,4	-6,0	-20,3	-16,5	-8,7	3,7	10,1	5,9	...	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



VENTAS DE AUTOMÓVILES  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: Comisión de la UE (European Economy. Supplement B), INE, DGT, ANFAC y BCE.  
a. Índice corregido de efecto calendario.

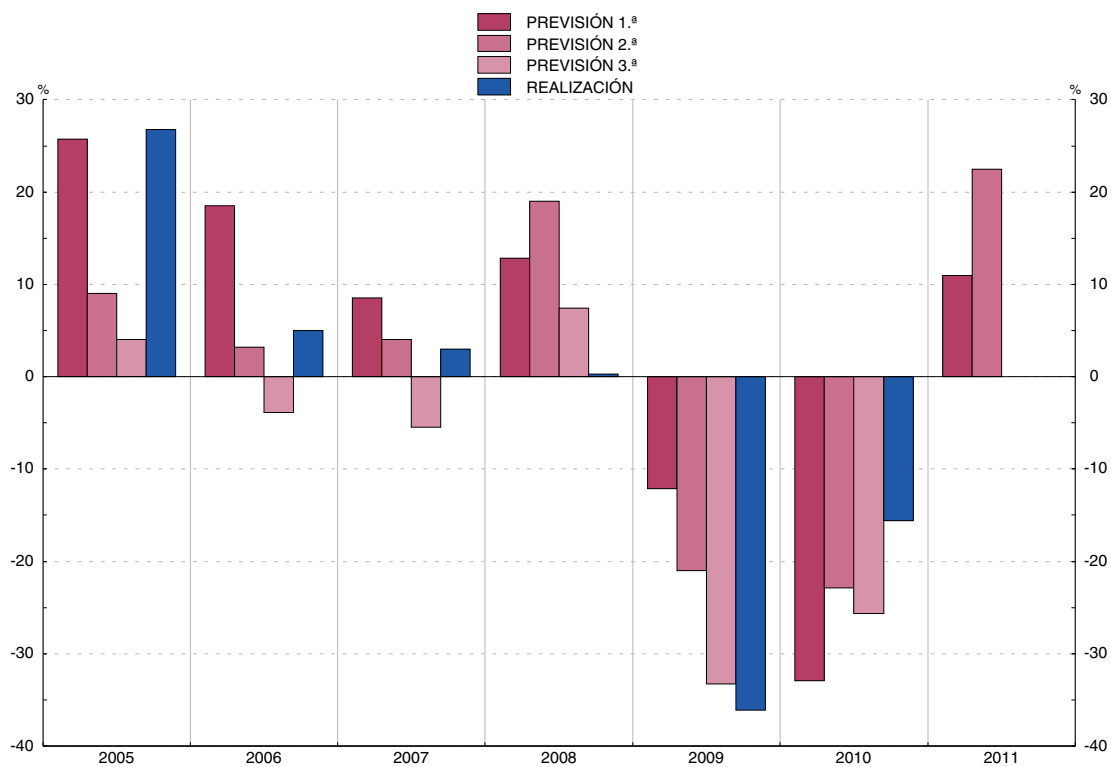
### 3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	Realización	Previsión 1. <sup>a</sup>	Previsión 2. <sup>a</sup>	Previsión 3. <sup>a</sup>
	1	2	3	4
05		27	26	9
06		5	19	3
07		3	9	4
08		0	13	19
09		-36	-12	-21
10		-16	-33	-23
11		...	11	23

#### INVERSIÓN INDUSTRIAL Tasas de variación anuales



FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

Nota: La primera previsión se realiza en el otoño del año anterior; la segunda y la tercera, en primavera y otoño del año en curso, respectivamente; la información correspondiente a la realización del año t se obtiene en la primavera del año t+1.



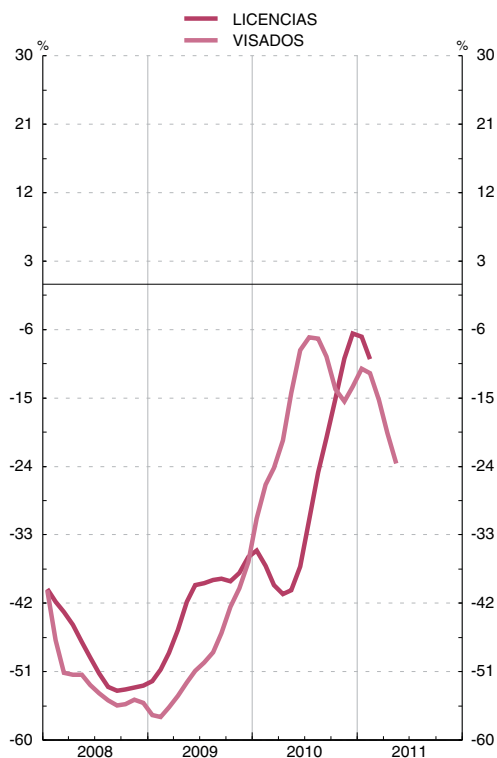
### 3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

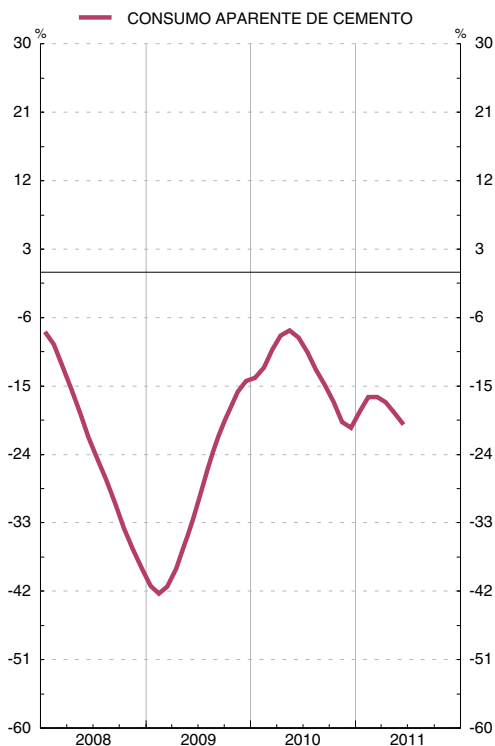
Tasas de variación interanual

		Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)							Consumo aparente de cemento
		De la cual			No residencial	De la cual		Total		Edificación				Ingeniería civil	
		Total	Residencial	Vivienda		Total	Vivienda	En el mes	Acumulada en el año	Total	De la cual		No residencial		
											Residencial	Vivienda			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
08	P	-48,5	-53,1	-53,8	-29,8	-52,1	-56,6	2,9	2,9	-7,5	8,5	13,4	-11,5	7,2	-23,8
09	P	-43,4	-49,3	-49,2	-27,2	-51,4	-56,8	-8,2	-8,2	1,1	3,7	-19,9	0,3	-11,4	-32,3
10	P	-28,7	-24,3	-25,2	-36,9	-16,0	-16,1	-37,9	-37,9	-20,1	-38,1	-38,7	-14,4	-45,1	-14,8
10 E-J	P	-42,2	-39,1	-39,9	-47,8	-18,7	-18,0	-39,8	-39,8	-21,8	-28,5	-23,1	-20,1	-48,0	-14,5
11 E-J	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-10,2
10 Mar	P	-42,4	-39,3	-39,2	-48,3	-24,5	-11,6	-44,5	-52,2	-11,3	93,8	80,6	-28,6	-59,2	-16,4
Abr	P	-48,7	-53,1	-53,4	-37,8	-23,7	-23,7	-28,5	-48,1	7,8	-67,3	-64,8	38,5	-44,4	-9,1
May	P	-44,1	-50,6	-51,1	-29,1	-15,1	-14,4	0,4	-42,4	26,6	-15,7	-41,0	42,2	-10,6	-7,3
Jun	P	-52,2	-39,5	-40,0	-67,6	3,0	9,0	-22,3	-39,8	-39,7	-36,2	-9,9	-40,3	-12,5	-10,7
Jul	P	-30,0	-28,2	-25,7	-34,4	-13,1	-23,6	-55,5	-42,1	-28,7	-56,9	-66,7	-11,5	-67,3	-15,2
Ago	P	-5,2	15,5	15,2	-31,5	-1,6	2,0	-29,1	-40,8	-30,0	-43,5	-46,3	-25,5	-28,7	-11,2
Sep	P	-28,9	-15,3	-15,1	-47,7	1,4	-0,7	-13,7	-38,9	-26,1	20,6	125,8	-33,8	-9,4	-16,2
Oct	P	-16,0	-19,5	-20,7	-8,1	-27,7	-30,4	-0,4	-36,6	36,6	53,1	-50,4	33,4	-15,2	-15,8
Nov	P	2,0	10,2	2,2	-14,8	-13,2	-13,7	-15,1	-35,1	-27,8	-61,1	347,5	-4,3	-9,3	-20,5
Dic	P	11,1	10,0	11,3	13,7	-15,6	-4,4	-57,0	-37,9	-9,6	-73,4	-66,8	22,7	-65,5	-9,6
11 Ene	P	14,4	22,7	21,8	-8,2	-4,8	13,9	-18,5	-18,5	-27,4	-45,8	30,1	-22,5	-12,5	0,3
Feb	P	-17,7	-19,9	-24,7	-12,4	-6,3	5,0	-46,2	-35,1	-57,2	-58,6	-72,0	-57,1	-37,9	0,9
Mar	P	...	...	...	...	-16,2	-23,3	-57,7	-44,5	-66,4	-65,8	-92,6	-66,6	-49,4	-7,3
Abr	P	...	...	...	...	-22,9	-25,0	-50,2	-45,9	-62,1	33,6	98,4	-71,3	-40,1	-17,1
May	P	...	...	...	...	-21,9	-20,7	3,1	-35,8	-54,6	-56,0	78,8	-54,3	37,1	-10,7
Jun	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-20,4

INDICADORES DE LA CONSTRUCCIÓN  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



INDICADORES DE LA CONSTRUCCIÓN  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: Ministerio de Fomento y Asociación de Fabricantes de Cemento de España.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadros 7, 8 y 9.

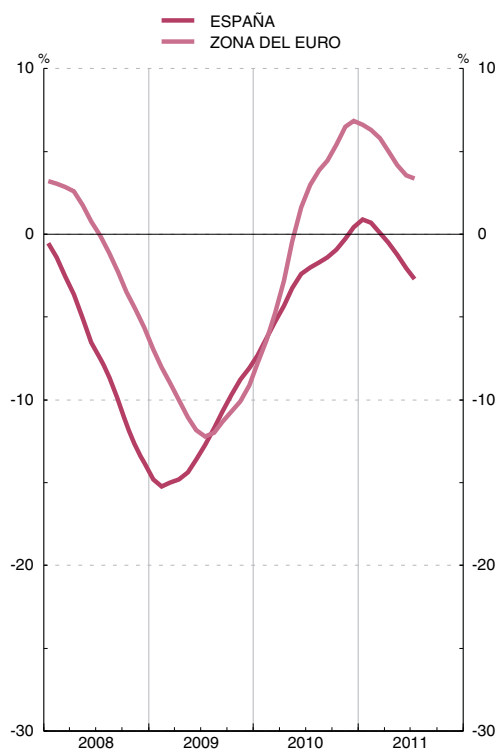
### 3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

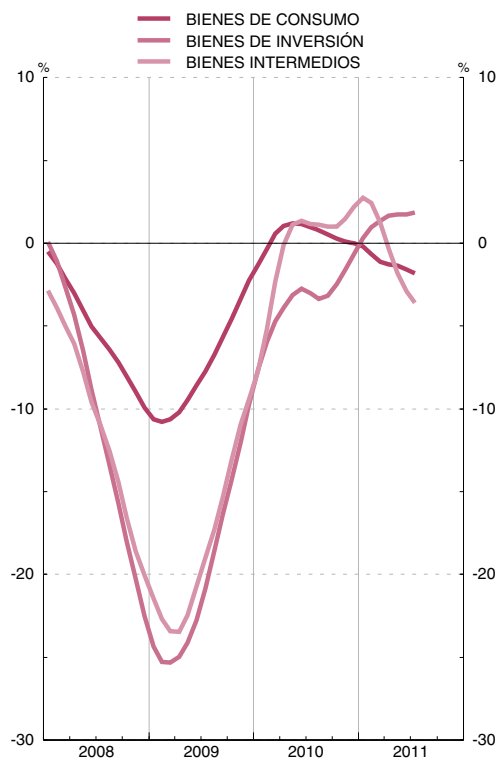
Tasas de variación interanual

		Índice general		Por destino económico de los bienes					Por ramas de actividad (CNAE 2009)				Pro memoria: zona del euro				
		Total		Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Energía		Extractivas	Manufacturables	Suministro de energía eléctrica y gas		Del cual	Por destino económico de los bienes			
		Serie original	1 T 12										Total	Manufacturas	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes Intermedios
		1	2	3	4	5	6	7	8	9			10	11	12	13	14
08	MP	98,6	-7,1	-4,6	-8,7	-11,0	1,6	-13,7	-7,8	1,1	-1,6	-1,7	-1,8	0,1	-3,4		
09	MP	82,6	-16,2	-8,8	-22,5	-21,4	-8,6	-24,3	-17,0	-7,6	-14,7	-15,8	-4,9	-20,8	-19,0		
10	MP	83,4	0,9	0,9	-3,3	2,7	2,5	4,4	0,6	2,9	7,4	7,9	3,3	9,4	10,1		
10 E-J	MP	85,1	1,3	1,0	-2,3	3,7	1,3	5,7	1,1	2,7	7,3	7,6	3,6	6,9	11,4		
11 E-J	MP	84,8	-0,3	-1,4	2,3	0,1	-2,5	-12,6	0,2	-2,5	5,1	6,4	1,5	11,1	6,1		
10 Abr	P	82,2	3,0	4,4	-4,8	8,4	-0,3	7,7	2,9	4,0	9,4	9,5	2,7	9,4	15,8		
May	P	86,1	5,1	4,0	0,7	9,7	2,0	15,4	5,0	3,8	10,0	10,0	4,5	9,9	14,6		
Jun	P	89,0	3,2	2,1	1,9	4,6	4,1	7,4	3,6	-0,3	8,7	9,4	4,4	9,8	12,5		
Jul	P	89,7	-2,3	-3,2	-5,9	-2,5	6,0	3,4	-2,9	2,5	7,6	8,1	4,0	9,9	9,9		
Ago	P	63,9	3,4	5,7	-7,4	6,5	3,9	14,8	3,6	1,5	8,4	9,5	4,2	12,8	11,7		
Sep	P	86,1	-1,1	-0,3	-6,7	0,1	2,5	4,6	-1,5	2,2	5,6	6,1	1,4	8,5	7,3		
Oct	P	84,9	-3,5	-3,2	-8,9	-3,3	2,9	4,7	-4,3	2,8	7,3	7,8	3,2	13,1	7,6		
Nov	P	90,3	3,4	1,4	2,0	4,1	8,5	-7,6	3,2	7,3	8,2	8,5	3,4	13,1	8,0		
Dic	P	79,4	0,4	0,8	-3,5	0,9	3,7	-2,1	0,1	2,6	8,9	9,3	2,0	16,8	8,1		
11 Ene	P	80,5	5,0	3,5	5,0	7,1	3,8	-3,8	5,4	3,3	6,1	8,0	0,7	12,9	9,5		
Feb	P	83,5	3,3	0,1	5,1	6,6	0,2	-10,9	4,3	-2,3	7,7	9,6	2,7	15,0	10,0		
Mar	P	92,4	1,3	-3,2	3,1	5,6	-1,8	-9,0	1,7	-0,6	5,7	6,8	0,9	11,4	7,4		
Abr	P	78,9	-4,0	-6,1	-1,4	-4,1	-3,2	-15,9	-3,7	-5,5	5,2	6,6	3,9	10,4	5,2		
May	P	87,1	1,2	2,9	6,4	-2,2	-1,0	-14,8	1,9	-1,7	4,3	5,9	2,6	10,6	4,3		
Jun	P	86,7	-2,6	-1,6	0,3	-4,1	-5,2	-15,0	-2,4	-2,2	2,5	3,4	0,1	6,8	2,8		
Jul	P	84,6	-5,7	-4,9	-1,8	-6,5	-10,3	-16,4	-5,1	-9,2	4,1	5,3	-0,5	11,7	4,1		

ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. TOTAL  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. COMPONENTES  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: INE y BCE.

Nota: Las series de base de este indicador, para España, figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadro 1.

a. España: base 2005 = 100; zona del euro: base 2000 = 100.

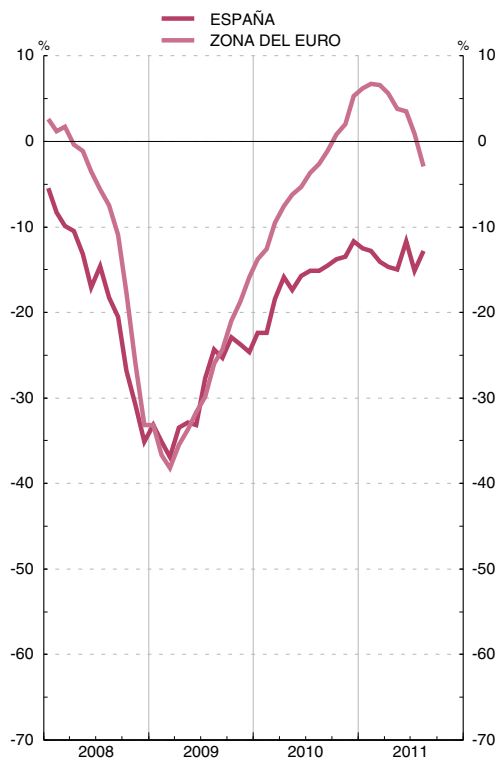
### 3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)

■ Serie representada gráficamente.

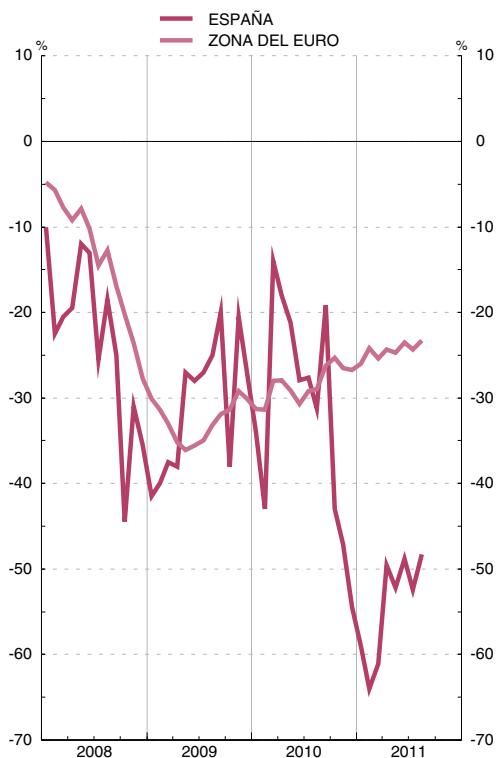
Saldo

		Industria, sin construcción										Construcción					Pro memoria: zona del euro (b)		
		Indicador del clima industrial	Producción tres últimos meses	Tendencia de la producción	Cartera de pedidos total	Cartera de pedidos extranjeros	Nivel de existencias	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construcción	Nivel de producción	Nivel de contratación	Tendencia		Industria, sin construcción		Indicador del clima en la construcción
		(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	(a)	Consumo	Equipo	Intermedios (a)	Otros sectores (a)				Producción	Contratación	Indicador del clima industrial	Cartera de pedidos	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
08	M	-18	-16	-8	-24	-17	21	-12	-8	-27	-3	-23	-2	-20	-16	-16	-8	-13	-13
09	M	-29	-34	-11	-55	-52	23	-19	-26	-38	-44	-31	-20	-32	-13	-19	-29	-57	-33
10	M	-16	-8	-1	-37	-29	11	-10	-14	-18	-52	-32	-19	-31	-26	-33	-5	-25	-28
10 E-A	M	-18	-10	-0	-40	-33	13	-10	-16	-20	-54	-27	-14	-28	-18	-25	-8	-31	-30
11 E-A	M	-14	-7	-2	-28	-22	10	-10	-10	-14	-52	-54	-21	-50	-42	-37	4	-3	-24
10 May		-17	-4	-1	-37	-33	14	-10	-12	-21	-51	-21	11	-27	-8	-7	-6	-28	-29
Jun		-16	-1	1	-36	-27	12	-9	-17	-15	-56	-28	9	-39	-26	-37	-5	-26	-31
Jul		-15	7	1	-35	-29	11	-10	-9	-18	-53	-28	0	-30	-6	-4	-4	-21	-29
Ago		-15	1	-3	-33	-22	9	-6	-14	-17	-58	-31	1	-18	-46	-47	-3	-18	-29
Sep		-15	1	-4	-33	-22	7	-9	-12	-19	-22	-19	-34	-21	-2	-43	-1	-16	-26
Oct		-14	-7	-2	-31	-9	9	-10	-13	-14	-36	-43	-25	-32	-55	-55	1	-13	-25
Nov		-14	-7	-3	-29	-24	8	-9	-11	-14	-68	-47	-29	-43	-56	-44	2	-11	-27
Dic		-12	-7	3	-28	-26	10	-7	-5	-14	-58	-54	-29	-51	-51	-48	5	-5	-27
11 Ene		-13	-7	0	-28	-20	10	-9	-5	-14	-57	-59	-35	-67	-41	-24	6	-3	-26
Feb		-13	-14	1	-29	-27	10	-9	-10	-11	-63	-64	-42	-58	-50	-51	7	-1	-24
Mar		-14	-7	-2	-30	-24	11	-12	-12	-13	-55	-61	-48	-58	-43	-21	7	-0	-25
Abr		-15	-6	-4	-28	-21	12	-9	-14	-13	-66	-50	-10	-47	-43	-27	6	0	-24
May		-15	-7	-5	-28	-22	12	-11	-12	-16	-64	-52	-6	-47	-24	-31	4	-3	-25
Jun		-12	-6	-2	-27	-17	6	-10	-4	-14	-34	-49	-6	-41	-27	-31	4	-1	-24
Jul		-15	-6	-5	-27	-20	14	-10	-13	-18	-43	-52	-9	-40	-62	-65	1	-5	-24
Ago		-13	-7	0	-29	-25	10	-12	-7	-17	-34	-48	-10	-45	-47	-49	-3	-9	-23

CLIMA EN LA INDUSTRIA  
Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN  
Saldos



FUENTES: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y BCE.

a. Corregidos de variaciones estacionales.

b. Hasta abril 2010, CNAE 1993; desde mayo 2010, CNAE 2009.

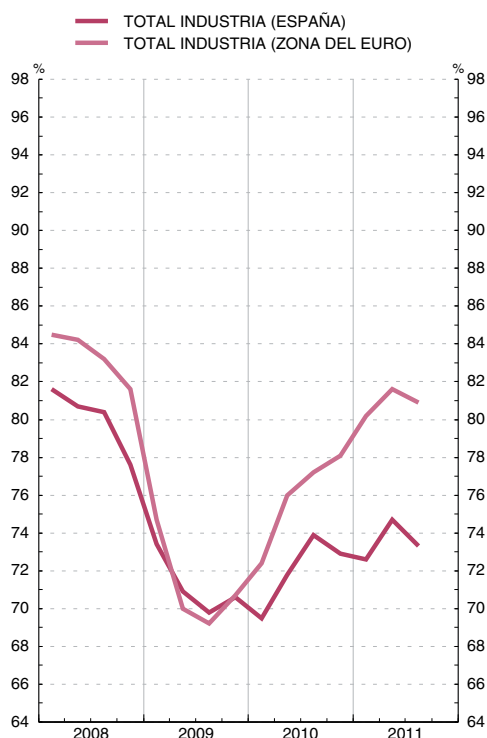
### 3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)

■ Serie representada gráficamente.

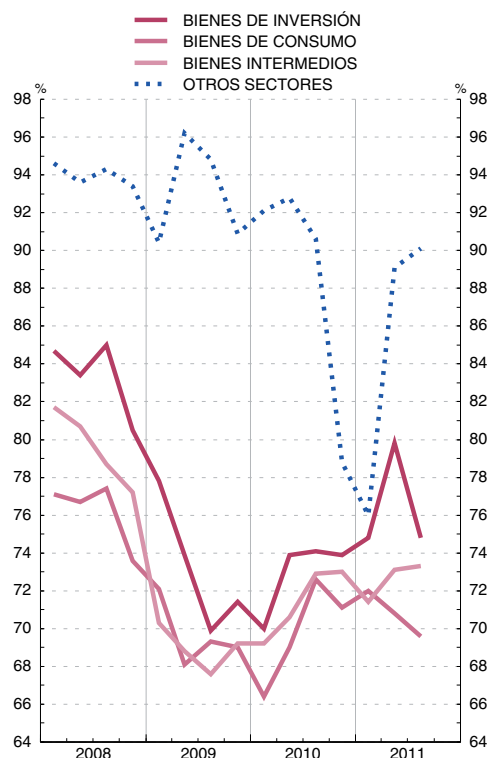
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores (a)			Pro memoria: zona del euro. Utiliza- ción de la capaci- dad produc- tiva (b)
	Utilización de la capacidad produc- tiva instalada		Capaci- dad produc- tiva insta- lada (Saldos)	Utilización de la capacidad produc- tiva instalada		Capaci- dad produc- tiva insta- lada (Saldos)	Utilización de la capacidad produc- tiva instalada		Capaci- dad produc- tiva insta- lada (Saldos)	Utilización de la capacidad produc- tiva instalada		Capaci- dad produc- tiva insta- lada (Saldos)				
	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
08	80,1	80,4	7	76,2	77,3	8	83,4	83,3	6	79,6	79,7	7	94,0	94,5	-0	83,4
09	71,2	71,4	26	69,6	70,7	18	73,3	73,6	25	69,0	68,5	34	93,1	94,3	1	71,1
10	72,0	72,8	22	69,8	70,5	18	73,0	72,5	23	71,4	72,9	24	88,6	90,5	18	75,9
10 I-III	71,7	73,1	20	69,3	70,3	16	72,7	73,3	22	70,9	73,0	24	91,8	92,4	0	75,2
11 I-III	73,5	74,2	18	70,8	72,0	18	76,5	76,0	13	72,6	73,5	21	85,1	86,8	3	80,9
09 I	73,4	72,9	22	72,1	71,8	9	77,8	76,2	17	70,3	70,1	36	90,4	92,7	-	74,7
II	70,9	71,4	26	68,1	69,8	20	73,9	73,9	22	68,8	68,7	35	96,2	96,7	-	70,0
III	69,8	70,7	30	69,3	70,8	19	69,9	70,6	38	67,6	68,4	36	94,8	95,8	3	69,2
IV	70,6	70,4	24	69,0	70,4	23	71,4	73,7	22	69,2	66,7	28	90,9	91,9	-	70,7
10 I	69,5	70,7	25	66,4	67,1	20	70,0	71,0	26	69,2	70,9	30	92,1	92,8	0	72,4
II	71,8	73,9	21	69,0	70,1	19	73,9	74,3	22	70,6	74,3	24	92,8	93,6	-	76,0
III	73,9	74,6	15	72,6	73,6	10	74,1	74,5	19	72,9	73,8	18	90,6	90,9	0	77,2
IV	72,9	72,1	26	71,1	71,3	21	73,9	70,3	25	73,0	72,4	24	78,8	84,5	73	78,1
11 I	72,6	73,4	16	72,0	72,6	13	74,8	75,0	15	71,4	72,7	20	76,0	78,4	3	80,2
II	74,7	75,8	17	70,8	72,7	20	79,8	79,6	9	73,1	74,2	21	89,1	91,9	-	81,6
III	73,3	73,4	20	69,6	70,7	20	74,8	73,5	16	73,3	73,5	22	90,1	90,0	6	80,9

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA  
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES  
Porcentajes



FUENTES: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y BCE.

a. Incluye las industrias extractivas y refino de petróleo, coquerías y combustibles nucleares.

b. Hasta abril 2010, CNAE 1993; desde mayo 2010, CNAE 2009.

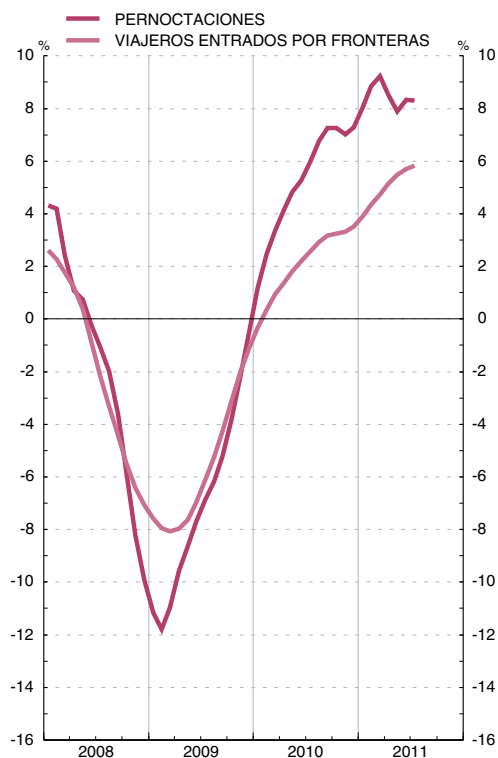
### 3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

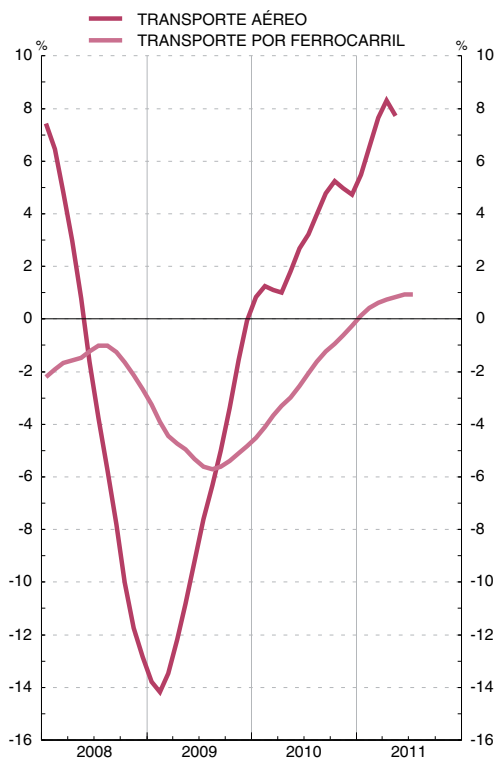
Tasas de variación interanual

		Viajeros alojados en hoteles (a)		Pernotaciones 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
		1	2	3	4	5	6	7	Total	En vuelos nacionales	En vuelos internacionales	11	12	13	14	15
08		-1,7	-0,1	-1,2	0,2	-1,3	-2,5	0,6	-3,0	-7,5	0,3	0,0	0,6	-2,1	-0,7	-10,3
09		-7,2	-10,8	-6,9	-9,6	-5,9	-8,8	-1,9	-8,0	-8,0	-8,0	-9,6	-4,1	-12,9	-5,7	-24,8
10	P	5,7	10,6	5,5	7,6	2,0	1,0	3,4	3,0	1,3	4,1	15,8	2,8	4,6	-2,6	-3,0
10 E-J	P	5,9	9,5	5,0	5,7	1,6	-0,4	4,3	1,7	1,3	2,0	22,8	4,4	3,2	-3,5	0,6
11 E-J	P	4,7	11,9	7,4	14,0	6,5	7,4	5,2	...	...	...	...	...	...	1,1	...
10 Abr		3,5	8,7	0,7	-0,2	-5,4	-13,3	6,2	-8,6	-3,3	-12,4	40,7	-4,2	2,7	0,5	2,3
May		5,6	9,2	5,5	5,8	-1,2	1,2	-4,9	3,2	1,9	4,1	30,6	2,3	3,6	-4,3	10,7
Jun		6,0	7,5	4,9	4,3	4,5	1,6	9,4	3,4	1,0	4,9	17,6	4,5	3,5	-4,2	4,7
Jul	P	7,7	14,7	6,2	9,8	3,0	4,5	0,7	3,8	-1,6	7,0	10,0	4,4	7,1	-2,2	5,3
Ago	P	5,9	13,8	7,3	13,4	2,8	4,0	1,4	3,8	-1,5	7,0	10,6	-3,1	3,7	-1,6	-0,9
Sep	P	6,5	13,9	7,0	11,6	8,0	4,2	14,1	5,8	2,4	7,9	4,1	9,1	2,7	0,0	-14,4
Oct	P	8,9	13,2	8,5	10,2	3,6	4,2	2,7	8,9	6,5	10,4	6,7	1,5	7,7	-2,0	-3,7
Nov	P	4,6	13,1	5,6	12,0	0,2	2,7	-2,5	5,5	4,0	6,7	10,9	0,8	8,1	-1,5	-3,9
Dic	P	3,8	7,5	3,5	3,4	-4,9	-4,6	-5,1	-2,0	-4,6	0,2	5,9	-1,2	9,8	-0,6	-14,6
11 Ene	P	2,9	8,5	4,6	9,0	6,1	4,7	7,5	6,4	2,7	9,3	9,2	-24,6	6,0	0,7	-7,6
Feb	P	3,2	7,0	5,4	9,6	3,9	4,3	3,6	4,9	-0,6	9,5	5,9	-5,3	7,8	3,0	14,7
Mar	P	1,0	11,1	4,9	13,5	0,2	0,6	-0,2	4,8	0,5	8,3	4,0	-19,8	2,5	4,3	17,3
Abr	P	8,5	13,3	11,9	20,6	13,3	20,9	4,1	20,7	4,3	33,5	-8,8	-1,4	5,5	-0,9	2,7
May	P	-0,8	6,9	1,6	9,3	3,5	4,2	2,3	6,4	0,9	9,7	2,9	-2,4	6,9	-3,1	11,4
Jun	P	8,4	18,0	10,9	18,1	11,1	8,5	15,4	...	...	...	...	...	...	5,2	...
Jul	P	7,2	13,5	8,9	14,1	6,0	7,2	4,1	...	...	...	...	...	...	-1,7	...

**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.

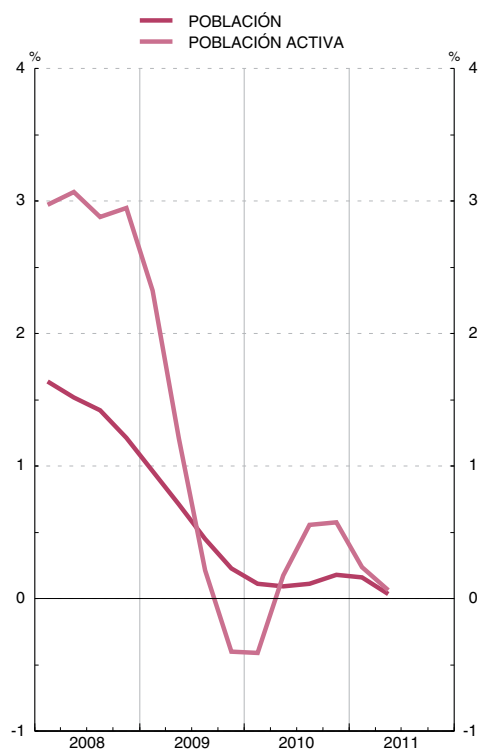
#### 4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

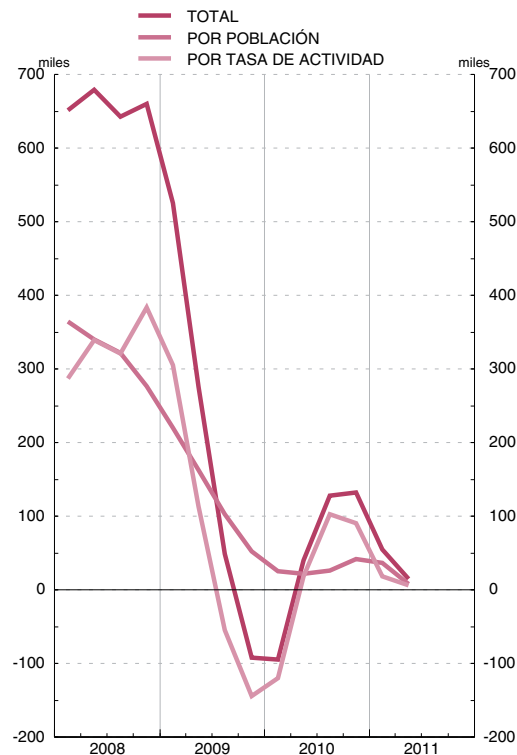
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

Población mayor de 16 años						Población activa					
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de actividad (%) (a)	Miles de personas (a)	Variación interanual (b)			1 T 4	
							Total (Miles de personas)	Por población (Miles de personas)	Por tasa de actividad (Miles de personas)		
1		2	3	4		5	6	7	8	9	
08	M	38 208	545	1,4	59,80	22 848	658	326	333	3,0	
09	M	38 432	224	0,6	59,95	23 037	189	134	55	0,8	
10	M	38 479	48	0,1	60,00	23 089	51	29	23	0,2	
10 I-II	M	38 459	39	0,1	59,97	23 065	-55	47	-101	-0,1	
11 I-II	M	38 497	37	0,1	60,00	23 099	69	45	25	0,2	
08 IV		38 357	460	1,2	60,13	23 065	660	276	384	2,9	
09 I		38 409	366	1,0	60,15	23 102	525	220	305	2,3	
II		38 432	271	0,7	60,06	23 082	276	162	113	1,2	
III		38 443	172	0,4	59,81	22 994	48	103	-54	0,2	
IV		38 443	87	0,2	59,76	22 973	-92	52	-144	-0,4	
10 I		38 451	42	0,1	59,83	23 007	-95	25	-120	-0,4	
II		38 468	36	0,1	60,11	23 122	40	22	18	0,2	
III		38 485	43	0,1	60,08	23 122	128	26	102	0,6	
IV		38 512	69	0,2	59,99	23 105	132	42	91	0,6	
11 I		38 512	61	0,2	59,88	23 062	55	37	18	0,2	
II		38 481	13	0,0	60,12	23 137	14	8	6	0,1	

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA  
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA  
Variaciones interanuales



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005).

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase [www.ine.es](http://www.ine.es))

b. Col. 7 = (col. 5 / col. 1) \* variación interanual col. 1. Col. 8 = (Variación interanual col. 4 / 100) \* col. 1 (t-4).

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase [www.ine.es](http://www.ine.es).

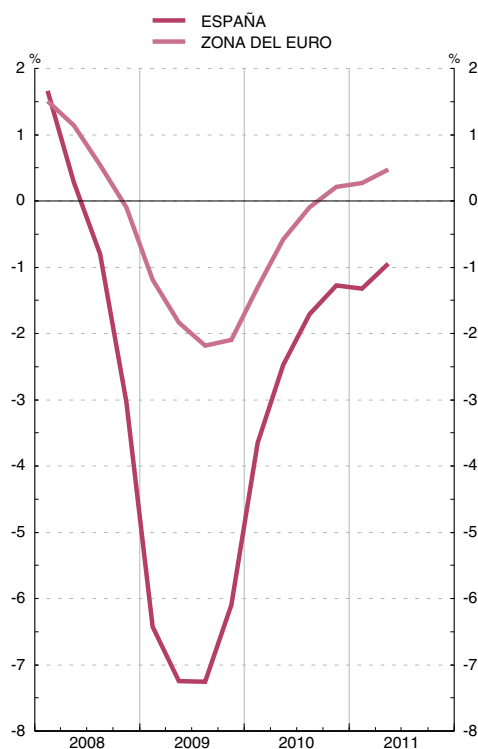
## 4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

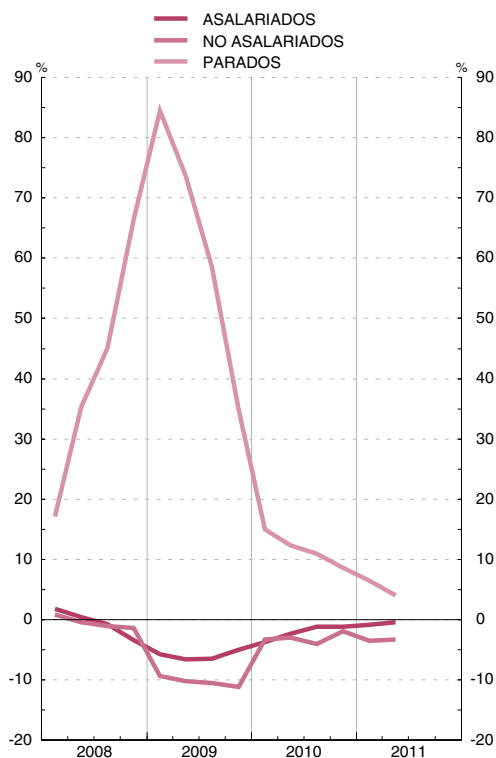
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados					Pro memoria: zona del euro	
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas  (a)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4			Tasa de paro (%)  (a)	Ocupados  1 T 4
		Miles de personas  1	Variación interanual (Miles de personas)  2	1 T 4  3	Miles de personas  4	Variación interanual (Miles de personas)  5	1 T 4  6	Miles de personas  7	Variación interanual (Miles de personas)  8	1 T 4  9							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
08	M	20 258	-98	-0,5	16 681	-79	-0,5	3 576	-20	-0,5	2 591	757	41,3	11,33	0,8	7,69	
09	M	18 888	-1 370	-6,8	15 681	-1 001	-6,0	3 207	-369	-10,3	4 150	1 559	60,2	18,01	-1,8	9,56	
10	M	18 457	-431	-2,3	15 347	-334	-2,1	3 110	-98	-3,0	4 632	483	11,6	20,07	-0,4	10,11	
10	I-II	M	18 436	-582	-3,1	15 308	-482	-3,1	3 127	-101	-3,1	4 629	555	13,6	20,07	-0,9	10,12
11	I-II	M	18 227	-208	-1,1	15 207	-102	-0,7	3 021	-106	-3,4	4 872	243	5,2	21,09	0,4	9,95
08	IV		19 857	-620	-3,0	16 308	-568	-3,4	3 549	-52	-1,4	3 208	1 280	66,4	13,91	-0,1	8,16
09	I		19 091	-1 312	-6,4	15 843	-974	-5,8	3 248	-337	-9,4	4 011	1 837	84,5	17,36	-1,2	8,96
	II		18 945	-1 480	-7,2	15 737	-1 116	-6,6	3 208	-364	-10,2	4 138	1 756	73,7	17,92	-1,8	9,45
	III		18 870	-1 476	-7,3	15 650	-1 096	-6,5	3 220	-380	-10,6	4 123	1 525	58,7	17,93	-2,2	9,81
	IV		18 646	-1 211	-6,1	15 493	-816	-5,0	3 153	-395	-11,1	4 327	1 119	34,9	18,83	-2,1	10,01
10	I		18 394	-697	-3,6	15 253	-590	-3,7	3 141	-107	-3,3	4 613	602	15,0	20,05	-1,3	10,09
	II		18 477	-468	-2,5	15 363	-373	-2,4	3 113	-95	-3,0	4 646	508	12,3	20,09	-0,6	10,16
	III		18 547	-323	-1,7	15 456	-194	-1,2	3 090	-130	-4,0	4 575	451	10,9	19,79	-0,1	10,13
	IV		18 408	-238	-1,3	15 314	-178	-1,2	3 094	-59	-1,9	4 697	370	8,6	20,33	0,2	10,07
11	I		18 152	-243	-1,3	15 121	-133	-0,9	3 031	-110	-3,5	4 910	298	6,4	21,29	0,3	9,96
	II		18 303	-174	-0,9	15 292	-71	-0,5	3 011	-103	-3,3	4 834	188	4,1	20,89	0,5	9,94

OCUPADOS  
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE  
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005).

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase [www.ine.es](http://www.ine.es))

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase [www.ine.es](http://www.ine.es).

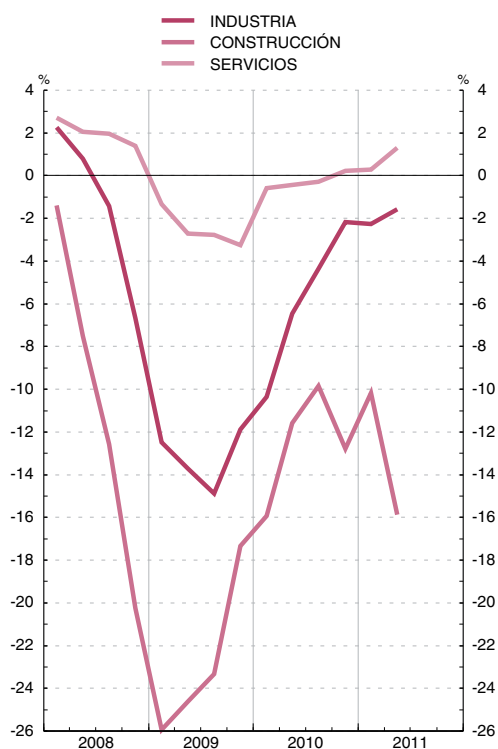
### 4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

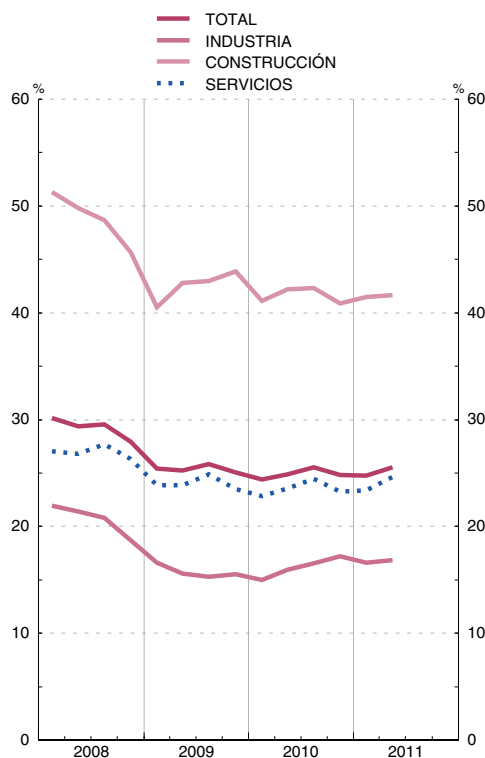
Tasas de variación interanual y porcentajes

		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria:
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados ramas no agrarias
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
08	M	-0,5	-0,5	29,2	-5,1	-8,0	58,0	-1,3	-1,3	20,7	-10,4	-12,2	48,9	2,0	2,3	27,0	-0,3
09	M	-6,8	-6,0	25,4	-4,0	-0,1	59,0	-13,3	-13,1	15,8	-23,0	-25,0	42,6	-2,5	-1,3	24,0	-6,9
10	M	-2,3	-2,1	24,9	0,9	5,4	59,1	-5,9	-5,2	16,2	-12,6	-14,9	41,6	-0,3	-0,1	23,5	-2,4
10 I-II	M	-3,1	-3,1	24,6	-0,7	1,8	59,9	-8,4	-8,3	15,5	-13,8	-16,0	41,7	-0,5	-0,4	23,2	-2,5
11 I-II	M	-1,1	-0,7	25,1	-5,5	-4,2	57,7	-1,9	-1,4	16,7	-13,0	-12,3	41,6	0,8	0,9	24,0	-0,8
08 IV		-3,0	-3,4	27,9	-4,8	-3,4	59,8	-6,7	-7,7	18,7	-20,2	-23,8	45,7	1,4	1,7	26,3	-3,0
09 I		-6,4	-5,8	25,4	-3,0	3,3	63,0	-12,5	-12,0	16,6	-25,9	-29,9	40,5	-1,3	0,0	23,9	-6,6
II		-7,2	-6,6	25,2	-4,2	0,8	57,1	-13,7	-14,0	15,6	-24,6	-26,4	42,8	-2,7	-1,6	23,9	-7,4
III		-7,3	-6,5	25,9	-6,4	-3,5	56,9	-14,9	-15,0	15,3	-23,3	-24,5	43,0	-2,8	-1,7	24,9	-7,3
IV		-6,1	-5,0	25,1	-2,6	-1,5	59,2	-11,9	-11,4	15,5	-17,3	-17,6	43,9	-3,3	-1,8	23,5	-6,2
10 I		-3,6	-3,7	24,4	-0,3	2,4	62,7	-10,4	-10,9	15,0	-15,9	-17,2	41,1	-0,6	-0,5	22,8	-3,8
II		-2,5	-2,4	24,9	-1,1	1,1	57,1	-6,4	-5,6	15,9	-11,6	-14,8	42,2	-0,4	-0,2	23,6	-2,5
III		-1,7	-1,2	25,6	2,3	11,2	55,4	-4,4	-3,2	16,5	-9,8	-12,3	42,3	-0,3	0,2	24,5	-1,9
IV		-1,3	-1,2	24,8	2,8	7,7	61,3	-2,2	-0,7	17,2	-12,8	-15,1	40,9	0,2	0,1	23,3	-1,5
11 I		-1,3	-0,9	24,8	-6,2	-4,6	59,1	-2,3	-1,1	16,6	-10,2	-9,0	41,5	0,3	0,2	23,4	-1,1
II		-0,9	-0,5	25,5	-4,8	-3,8	56,2	-1,6	-1,8	16,8	-15,9	-15,6	41,7	1,3	1,6	24,7	-0,8

OCUPADOS  
Tasas de variación interanual



RATIOS DE TEMPORALIDAD  
Porcentajes



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005).

a. Series recalculadas a partir de la matriz de paso a CNAE 2009 publicada por el INE. Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 4 y 6.

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005 se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase [www.ine.es](http://www.ine.es).



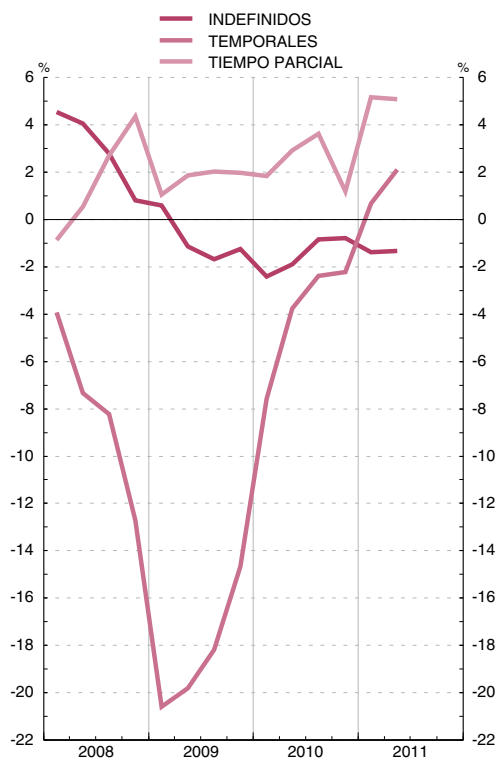
#### 4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

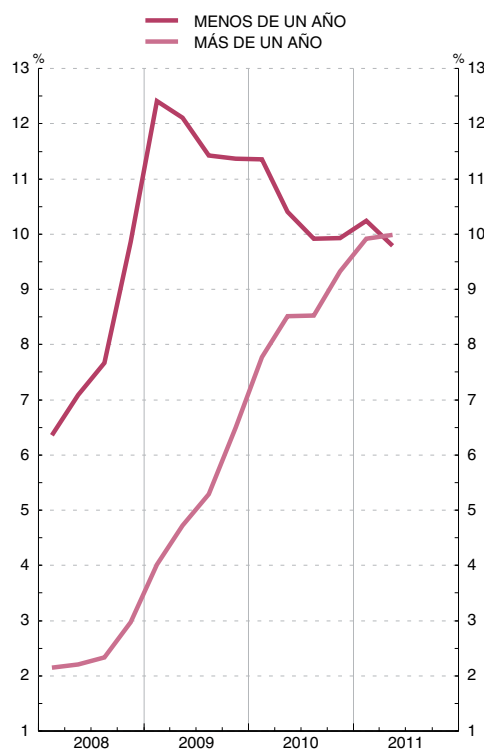
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Asalariados										Parados			
		Por tipo de contrato					Por duración de jornada					Por duración			
		Indefinido		Temporal			Tiempo completo		Tiempo parcial			Menos de un año		Más de un año	
		Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
08	M	348	3,0	-426	-8,0	29,25	-112	-0,8	33	1,6	12,33	7,75	55,5	2,41	27,0
09	M	-102	-0,9	-898	-18,4	25,40	-1 036	-7,1	36	1,7	13,34	11,83	53,8	5,13	114,0
10	M	-175	-1,5	-159	-4,0	24,91	-384	-2,8	50	2,4	13,95	10,40	-11,9	8,53	66,7
10 I-II	M	-254	-2,2	-227	-5,7	24,63	-436	-3,2	50	2,4	14,10	10,88	-11,4	8,14	86,3
11 I-II	M	-155	-1,3	53	1,4	25,15	-182	-1,4	111	5,1	14,92	10,01	-7,8	9,95	22,4
08 IV		96	0,8	-664	-12,7	27,93	-656	-4,4	88	4,3	12,92	9,86	83,6	2,97	56,8
09 I		70	0,6	-1 045	-20,6	25,41	-996	-6,8	22	1,1	13,22	12,42	99,7	4,01	91,0
II		-135	-1,1	-981	-19,8	25,24	-1 155	-7,8	39	1,9	13,48	12,11	72,9	4,72	117,2
III		-197	-1,7	-899	-18,2	25,85	-1 136	-7,7	40	2,0	12,79	11,42	49,2	5,29	127,2
IV		-148	-1,3	-668	-14,7	25,08	-857	-6,0	42	2,0	13,87	11,37	14,8	6,50	117,8
10 I		-285	-2,4	-305	-7,6	24,39	-628	-4,6	39	1,8	13,99	11,36	-8,9	7,77	93,0
II		-224	-1,9	-149	-3,8	24,88	-436	-3,2	62	2,9	14,21	10,40	-14,0	8,51	80,6
III		-98	-0,8	-96	-2,4	25,56	-266	-2,0	73	3,6	13,42	9,92	-12,7	8,52	61,9
IV		-93	-0,8	-86	-2,2	24,82	-204	-1,5	26	1,2	14,20	9,93	-12,2	9,33	44,3
11 I		-158	-1,4	26	0,7	24,77	-243	-1,8	110	5,2	14,84	10,24	-9,6	9,92	27,9
II		-152	-1,3	81	2,1	25,52	-182	-1,4	111	5,1	15,01	9,79	-5,8	9,98	17,4

**ASALARIADOS**  
Tasas de variación interanual



**PARADOS**  
Tasa de paro



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005).

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase [www.ine.es](http://www.ine.es))

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase [www.ine.es](http://www.ine.es).

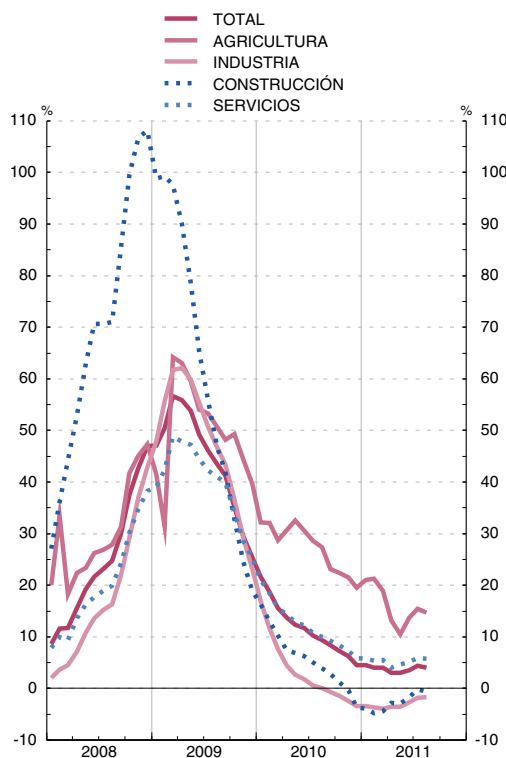
#### 4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

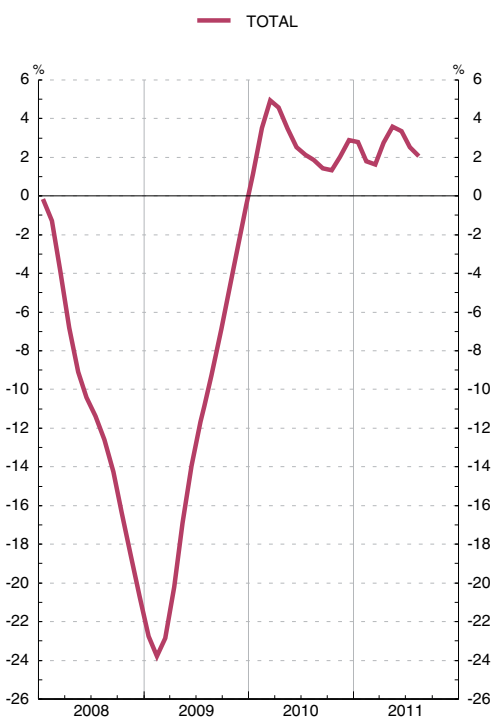
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos					Colocaciones	
		Total			Sin empleo anterior(a)	Anteriormente empleados (a)					Total		Porcentaje s/total			Total		
		Miles de personas	Variación inter-anual (Miles de personas )	1 T 12	1 T 12	1 T 12						Miles de personas	1 T 12	Indefinidos	Jornada parcial	De duración determinada	Miles de personas	1 T 12
						Total	Agricultura	No agrícola			Servicios							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
08	M	2 540	501	24,6	7,9	26,6	30,6	26,5	17,0	71,1	20,1	1 383	-10,9	11,39	25,61	88,61	1 358	-9,8
09	M	3 644	1 104	43,5	35,7	45,3	49,9	45,2	47,7	62,5	40,0	1 168	-15,5	9,41	27,97	90,59	1 165	-14,2
10	M	4 061	417	11,4	35,1	9,9	27,4	9,4	3,1	5,7	12,1	1 201	2,8	8,55	29,26	91,45	1 191	2,3
10 E-A	M	4 052	500	14,1	40,3	12,3	30,3	11,8	5,7	8,6	14,4	1 154	3,0	8,57	28,37	91,43	1 144	2,8
11 E-A	M	4 207	155	3,8	15,5	2,8	16,1	2,4	-3,1	-2,7	5,3	1 170	1,4	8,16	30,10	91,84	1 173	2,5
10 Jul		3 909	364	10,3	32,3	8,6	28,6	8,0	0,5	5,0	10,8	1 397	-0,4	6,86	31,51	93,14	1 386	0,3
Ago		3 970	341	9,4	30,1	7,8	27,3	7,2	0,0	3,9	10,0	1 010	6,9	6,62	28,59	93,38	1 021	6,0
Sep		4 018	308	8,3	26,3	6,9	23,1	6,4	-0,7	2,8	9,2	1 390	2,6	8,78	31,88	91,22	1 442	3,1
Oct		4 086	278	7,3	23,9	5,9	22,4	5,4	-1,4	1,1	8,4	1 346	-0,9	8,80	33,12	91,20	1 295	-6,1
Nov		4 110	241	6,2	24,1	4,8	21,5	4,2	-2,4	-0,4	7,2	1 257	4,4	8,60	30,86	91,40	1 243	4,5
Dic		4 100	176	4,5	24,7	2,9	19,5	2,4	-3,4	-3,7	5,8	1 190	4,6	7,83	28,24	92,17	1 165	5,4
11 Ene		4 231	183	4,5	25,5	2,9	21,0	2,3	-3,4	-3,9	5,7	1 116	6,3	9,21	26,03	90,79	1 116	8,3
Feb		4 299	169	4,1	24,0	2,5	21,3	1,9	-3,7	-4,7	5,4	1 011	-1,6	9,33	28,08	90,67	1 004	-1,9
Mar		4 334	167	4,0	20,8	2,6	18,9	2,1	-3,9	-4,4	5,5	1 155	-2,9	9,62	29,94	90,38	1 148	-2,5
Abr		4 269	127	3,1	16,3	1,9	13,2	1,5	-3,6	-2,8	4,1	1 067	-1,1	9,02	31,13	90,98	1 083	1,3
May		4 190	123	3,0	12,5	2,2	10,5	1,9	-3,5	-3,0	4,7	1 289	9,0	8,00	30,28	92,00	1 306	9,0
Jun		4 122	139	3,5	9,3	3,0	13,7	2,6	-2,7	-1,7	5,1	1 313	1,1	7,23	31,54	92,77	1 304	4,8
Jul		4 080	171	4,4	8,8	4,0	15,5	3,6	-1,8	-0,2	5,9	1 349	-3,4	6,66	33,44	93,34	1 346	-2,9
Ago		4 131	161	4,1	7,2	3,8	14,7	3,4	-1,7	-0,6	5,8	1 061	5,1	6,23	30,37	93,77	1 075	5,3

PARO REGISTRADO  
Tasas de variación interanual



COLOCACIONES  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTE: Instituto de Empleo Servicio Público de Empleo Estatal (INEM).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 16 y 17.

a. Hasta diciembre de 2008, CNAE 1993; desde enero de 2009, CNAE 2009.

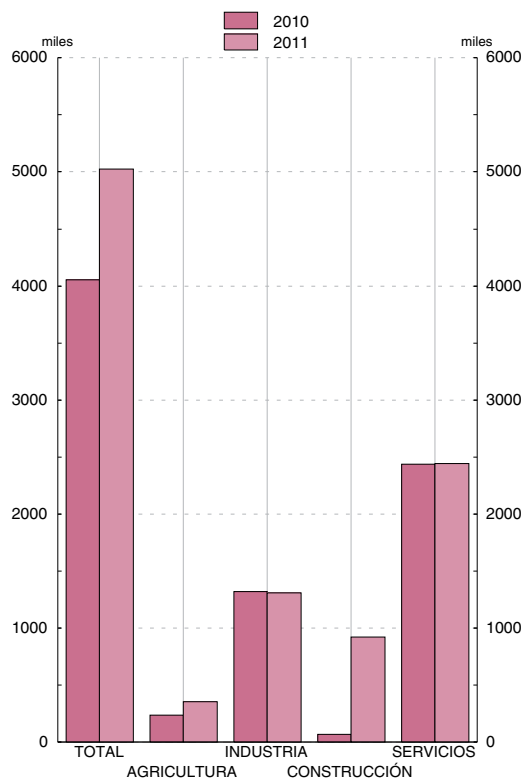
#### 4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

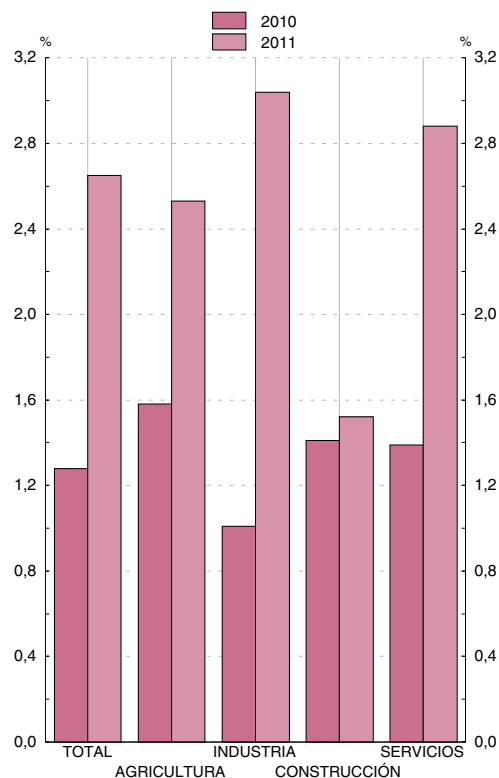
Miles de personas y porcentajes

	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro														
			Miles de trabajadores afectados (a)								Incremento salarial medio pactado						
	Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%) (b)	Por re- visados	Por firmados	Total	Variación inter-anual	Agricul- tura	Indus- tria	Construc- ción	Servicios	Por re- visados	Por firmados	Total	Agricul- tura	Indus- tria	Construc- ción	Servicios
							(c)	(c)	(c)	(c)	(c)	(c)	(c)	(c)	(c)	(c)	(c)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
08	11 968	3,60	7 069	1 733	8 802	390	406	2 419	1 070	4 907	3,48	3,80	3,54	3,21	3,39	3,64	3,62
09	11 558	2,24	7 611	1 064	8 676	-126	483	2 063	1 158	4 971	2,62	2,35	2,59	2,39	2,48	3,57	2,43
10	9 499	2,20	6 071	1 023	7 093	-1 583	557	1 699	1 084	3 753	1,32	1,20	1,30	1,35	1,08	1,49	1,34
10 Mar	9 074	2,21	1 754	126	1 879	-4 355	152	366	40	1 321	1,38	1,04	1,36	1,20	1,15	0,90	1,45
Abr	9 367	2,20	2 625	156	2 781	-3 993	224	715	40	1 802	1,29	1,04	1,27	1,46	0,94	0,90	1,39
May	9 372	2,20	2 890	194	3 083	-3 915	234	831	41	1 978	1,33	1,06	1,31	1,59	1,04	0,90	1,40
Jun	9 416	2,19	3 396	208	3 604	-3 781	234	1 060	81	2 229	1,31	1,06	1,30	1,59	1,00	1,76	1,39
Jul	9 435	2,19	3 548	224	3 771	-3 665	235	1 100	66	2 371	1,30	1,13	1,29	1,58	1,02	1,41	1,38
Ago	9 436	2,19	3 766	290	4 056	-3 391	236	1 319	66	2 435	1,29	1,10	1,28	1,58	1,01	1,41	1,39
Sep	9 457	2,19	4 786	344	5 130	-2 698	238	1 354	910	2 628	1,32	1,09	1,31	1,58	1,02	1,49	1,37
Oct	9 498	2,20	5 381	821	6 202	-2 183	429	1 537	1 084	3 153	1,33	1,10	1,30	1,39	1,04	1,49	1,34
Nov	9 499	2,20	6 047	917	6 964	-1 625	520	1 664	1 084	3 696	1,32	1,09	1,29	1,32	1,08	1,49	1,32
Dic	9 499	2,20	6 071	1 023	7 093	-1 583	557	1 699	1 084	3 753	1,32	1,20	1,30	1,35	1,08	1,49	1,34
11 Ene	4 692	2,60	1 372	0	1 373	219	210	438	12	712	2,98	0,50	2,98	2,90	2,95	1,62	3,04
Feb	4 706	2,61	2 230	0	2 230	837	263	712	32	1 223	3,12	0,50	3,12	2,81	3,16	3,45	3,15
Mar	4 838	2,63	2 754	26	2 780	901	263	1 064	155	1 298	3,08	1,66	3,06	2,81	3,27	1,81	3,10
Abr	4 941	2,66	2 984	41	3 025	244	263	1 149	228	1 384	3,03	1,63	3,01	2,81	3,17	1,72	3,14
May	4 942	2,66	3 935	71	4 007	923	263	1 193	644	1 906	2,82	1,95	2,80	2,81	3,11	1,58	3,02
Jun	4 943	2,66	4 355	365	4 719	1 116	345	1 270	854	2 251	2,82	1,41	2,71	2,55	3,08	1,52	2,97
Jul	5 023	2,65	4 495	509	5 004	1 232	351	1 306	918	2 429	2,77	1,59	2,65	2,53	3,04	1,52	2,89
Ago	5 023	2,65	4 506	518	5 024	968	351	1 309	919	2 445	2,77	1,60	2,65	2,53	3,04	1,52	2,88

**TRABAJADORES AFECTADOS**  
Enero-agosto



**INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO**  
Enero-agosto



FUENTE: Ministerio de Trabajo e Inmigración (MTIN), Estadística de Convenios Colectivos de Trabajo. Avance mensual.

a. Datos acumulados.

b. Hasta el año 2010, incorpora las revisiones por cláusula de salvaguarda. El año 2011 no incorpora tales revisiones.

c. Hasta diciembre 2008, CNAE 1993; desde enero 2009, CNAE 2009.

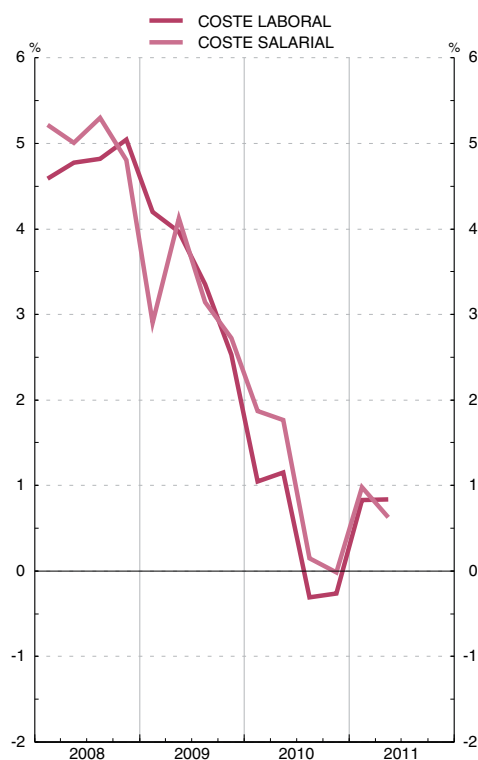
#### 4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

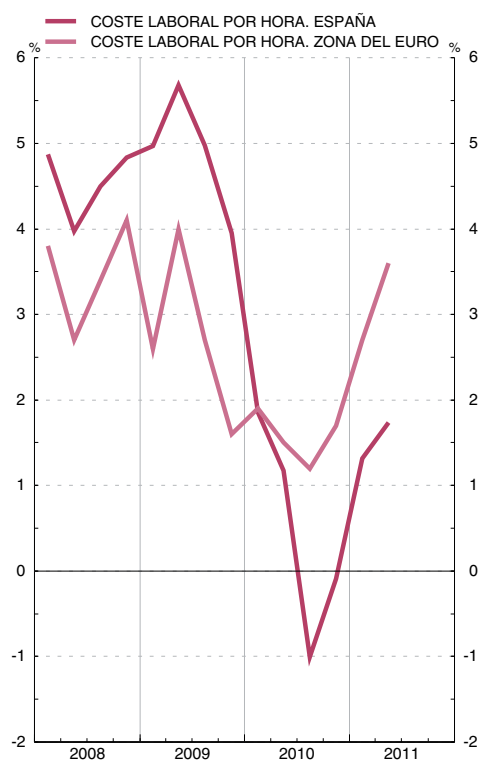
Tasas de variación interanual

		Coste laboral					Coste salarial					Otros costes por trabajador y mes	Pro memoria: Coste laboral por hora efectiva (a)	
		Por trabajador y mes				Por hora efectiva	Por trabajador y mes				Por hora efectiva		España (b)	Zona del euro (c)
		Total	Industria	Construcción	Servicios		Total	Industria	Construcción	Servicios				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
08	M	4,8	4,4	6,3	4,9	4,6	5,1	4,8	6,3	5,0	4,9	4,1	4,5	3,5
09	M	3,5	3,1	5,4	3,5	5,6	3,2	2,1	5,2	3,2	5,3	4,3	4,9	2,7
10	M	0,4	2,3	0,1	0,2	0,6	0,9	2,9	0,8	0,5	1,1	-1,1	0,4	1,6
10 I-II	M	1,1	2,3	0,5	1,1	1,4	1,8	2,9	1,6	1,6	2,1	-0,9	1,5	1,7
11 I-II	M	0,8	1,4	2,9	0,6	0,8	0,8	3,1	2,8	0,1	0,7	1,0	1,5	3,2
08 IV		5,0	4,6	7,9	5,0	3,0	4,8	4,5	6,6	4,7	2,7	5,8	4,8	4,1
09 I		4,2	3,8	6,5	4,1	3,7	2,9	1,2	4,6	3,0	2,4	7,8	5,0	2,6
II		4,0	3,1	6,3	4,1	9,6	4,1	2,4	5,8	4,3	9,8	3,5	5,7	4,0
III		3,4	2,9	5,0	3,5	4,2	3,1	2,0	4,9	3,2	3,9	3,9	5,0	2,7
IV		2,5	2,7	4,1	2,5	5,1	2,7	2,5	5,3	2,5	5,3	1,9	4,0	1,6
10 I		1,0	2,1	0,7	1,0	2,1	1,9	2,8	1,9	1,6	2,9	-1,1	1,9	1,9
II		1,2	2,5	0,4	1,1	0,8	1,8	3,0	1,4	1,6	1,4	-0,6	1,2	1,5
III		-0,3	2,1	-0,9	-0,6	-1,4	0,1	2,9	-0,9	-0,4	-0,9	-1,5	-1,0	1,2
IV		-0,3	2,3	0,2	-0,8	1,1	-	2,8	0,6	-0,7	1,3	-1,0	-0,1	1,7
11 I		0,8	1,3	2,8	0,6	-	1,0	3,0	2,3	0,3	0,2	0,4	1,3	2,7
II		0,8	1,6	3,0	0,6	1,5	0,6	3,1	3,2	-0,2	1,3	1,5	1,7	3,6

**POR TRABAJADOR Y MES**  
Tasas de variación interanual



**POR HORA EFECTIVA**  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Encuesta Trimestral de Coste Laboral e Índice de Coste Laboral Armonizado) y Eurostat.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 25, 26 y 27.

a. Corregido de efecto calendario.

b. Índice de Coste Laboral Armonizado (base 2008).

c. Total economía, excluyendo agricultura, Administración Pública, educación, sanidad y otros servicios no clasificados en otra rúbrica.

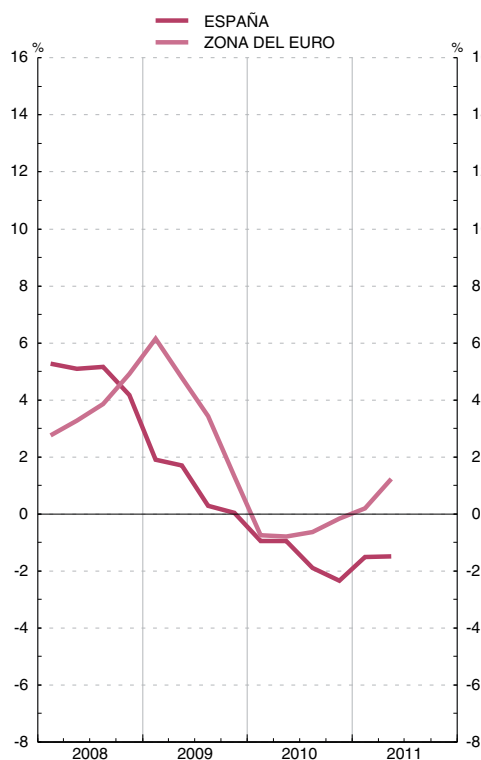
#### 4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

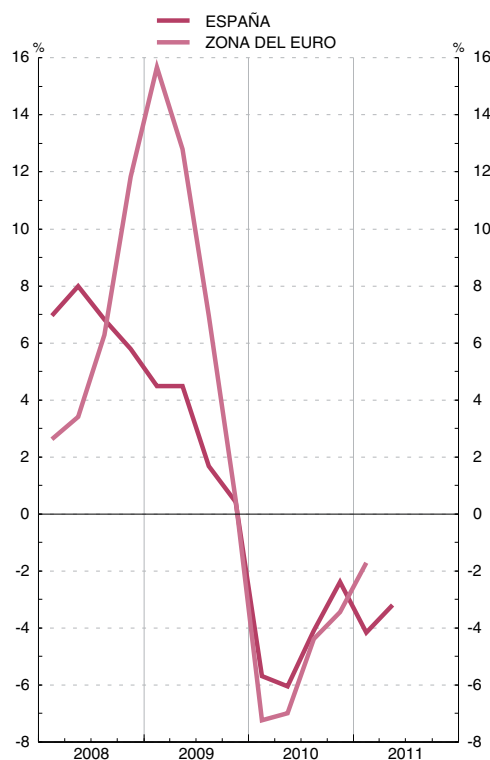
Tasas de variación interanual

		Costes laborales unitarios				Total economía				Pro memoria			
		Total economía		Manufacturas		Remuneración por asalariado		Productividad		PIB (en volumen)		Empleo (ocupados) Total economía	
		España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro (c)	España (d)	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España (d)	Zona del euro
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
08	P	4,9	3,7	6,9	6,0	6,4	3,2	1,4	-0,5	0,9	0,3	-0,5	0,8
09	P	1,0	3,9	2,8	9,0	4,1	1,4	3,1	-2,4	-3,7	-4,2	-6,6	-1,8
10	P	-1,5	-0,6	-4,6	-5,5	0,7	1,6	2,3	2,2	-0,1	1,7	-2,4	-0,4
08	///	5,2	3,9	6,8	6,3	6,3	3,4	1,1	-0,5	0,3	0,1	-0,8	0,5
IV	P	4,2	4,9	5,8	11,8	6,2	2,8	2,0	-2,0	-1,4	-2,1	-3,3	-0,1
09	/	1,9	6,1	4,5	15,7	4,8	1,8	2,9	-4,1	-3,5	-5,2	-6,2	-1,2
II	P	1,7	4,8	4,5	12,8	4,5	1,3	2,8	-3,3	-4,4	-5,1	-7,1	-1,8
III	P	0,3	3,4	1,7	7,0	3,9	1,3	3,6	-2,1	-3,9	-4,2	-7,2	-2,2
IV	P	0,0	1,3	0,4	0,5	3,2	1,3	3,1	-0,0	-3,0	-2,1	-6,0	-2,1
10	/	-0,9	-0,8	-5,7	-7,2	1,7	1,5	2,7	2,2	-1,4	0,9	-3,9	-1,3
II	P	-0,9	-0,8	-6,0	-7,0	1,5	1,8	2,5	2,6	-0,0	2,0	-2,4	-0,6
III	P	-1,9	-0,6	-4,1	-4,4	-0,1	1,4	1,8	2,1	0,2	2,0	-1,6	-0,1
IV	P	-2,3	-0,2	-2,4	-3,4	-0,4	1,5	2,0	1,7	0,6	1,9	-1,4	0,2
11	/	-1,5	0,2	-4,2	-1,7	0,8	2,3	2,4	2,1	0,9	2,4	-1,4	0,3
II	P	-1,5	1,2	-3,2	...	0,2	2,3	1,7	1,1	0,7	1,6	-1,0	0,5

**COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL**  
Tasas de variación interanual



**COSTES LABORALES UNITARIOS: MANUFACTURAS**  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España.base 2000) y BCE.

a. España: elaborado según el SEC 95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. Ramas industriales.

c. Ramas industriales y energía.

d. Empleo equivalente a tiempo completo.

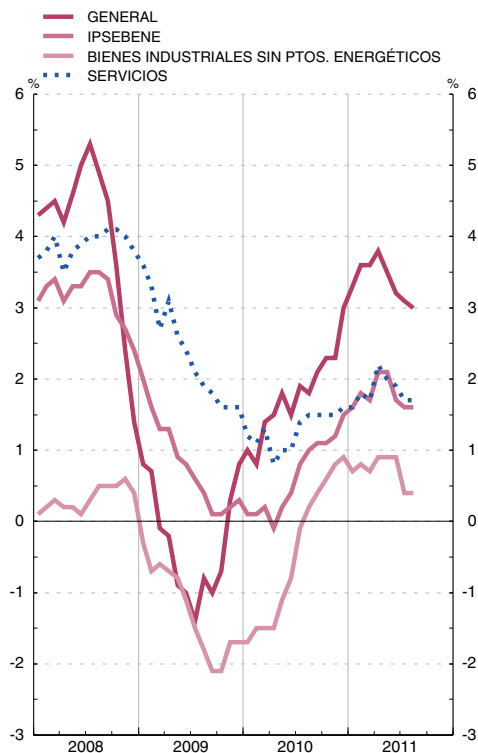
## 5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2006 = 100

■ Serie representada gráficamente.

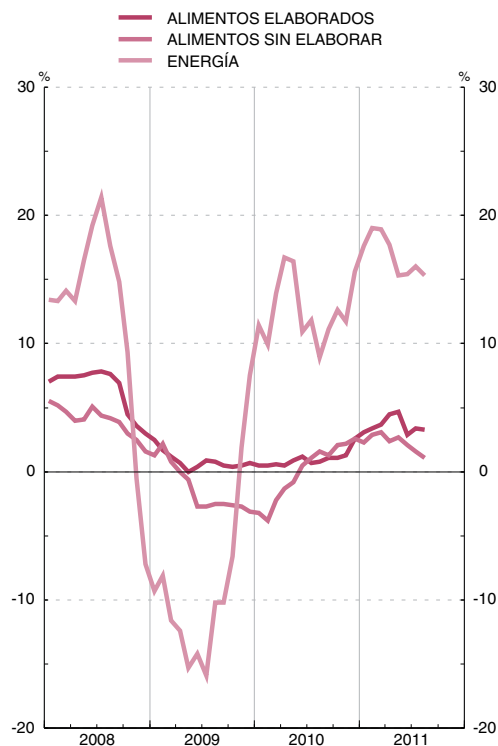
Índices y tasas de variación interanual

		Índice general (100%)				Tasa de variación interanual (T <sub>12</sub> )						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2005)	
		Serie original	m <sub>1</sub> (a)	T <sub>12</sub> (b)	s/ T <sub>dic</sub> (c)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	T <sub>12</sub>
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
08	M	107,0	—	4,1	1,4	4,0	6,5	0,3	12,1	3,9	3,2	107,0	3,1
09	M	106,7	—	-0,3	0,8	-1,3	0,9	-1,3	-8,7	2,4	0,8	94,9	-11,3
10	M	108,6	—	1,8	3,0	0,0	1,0	-0,4	12,6	1,3	0,6	100,8	6,2
10 E-A	M	107,9	0,1	1,5	0,1	-1,0	0,7	-1,0	12,5	1,2	0,3	101,8	4,5
11 E-A	M	111,6	0,1	3,4	0,5	2,3	3,6	0,7	16,9	1,8	1,8	...	...
10	May	108,7	0,2	1,8	0,8	-0,8	0,9	-1,1	16,4	1,0	0,2	115,8	13,7
	Jun	108,9	0,2	1,5	1,0	0,5	1,2	-0,8	10,9	1,0	0,4	101,8	8,6
	Jul	108,4	-0,4	1,9	0,6	1,1	0,7	-0,1	11,8	1,4	0,8	87,0	4,5
	Ago	108,6	0,3	1,8	0,8	1,6	0,8	0,2	8,9	1,5	1,0	88,5	5,1
	Sep	108,7	0,1	2,1	0,9	1,3	1,1	0,4	11,1	1,5	1,1	97,6	8,0
	Oct	109,7	0,9	2,3	1,8	2,1	1,1	0,6	12,6	1,5	1,1	100,9	10,3
	Nov	110,3	0,5	2,3	2,4	2,2	1,3	0,8	11,7	1,5	1,2	101,7	10,3
	Dic	111,0	0,6	3,0	3,0	2,6	2,6	0,9	15,6	1,6	1,5	103,1	8,5
11	Ene	110,2	-0,7	3,3	-0,7	2,3	3,1	0,7	17,6	1,6	1,6	99,0	3,7
	Feb	110,3	0,1	3,6	-0,6	2,9	3,4	0,8	19,0	1,8	1,8	105,2	1,3
	Mar	111,1	0,7	3,6	0,1	3,1	3,7	0,7	18,9	1,7	1,7	105,5	-5,2
	Abr	112,5	1,2	3,8	1,4	2,4	4,5	0,9	17,7	2,2	2,1	105,7	-4,7
	May	112,5	-	3,5	1,3	2,7	4,7	0,9	15,3	2,0	2,1	...	...
	Jun	112,3	-0,1	3,2	1,2	2,1	2,9	0,9	15,4	1,9	1,7	...	...
	Jul	111,7	-0,5	3,1	0,7	1,6	3,4	0,4	16,0	1,7	1,6	...	...
	Ago	111,9	0,1	3,0	0,8	1,1	3,3	0,4	15,3	1,7	1,6	...	...

ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE, Ministerio de Medio Ambiente y Medio Rural y Marino.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadros 2 y 8.

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

b. Para los períodos anuales, representa el crecimiento medio de cada año respecto al anterior.

c. Para los períodos anuales, representa el crecimiento diciembre sobre diciembre.

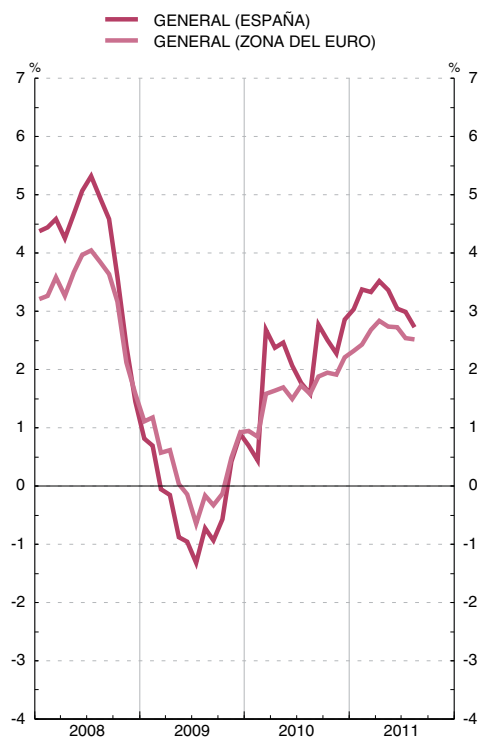
## 5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

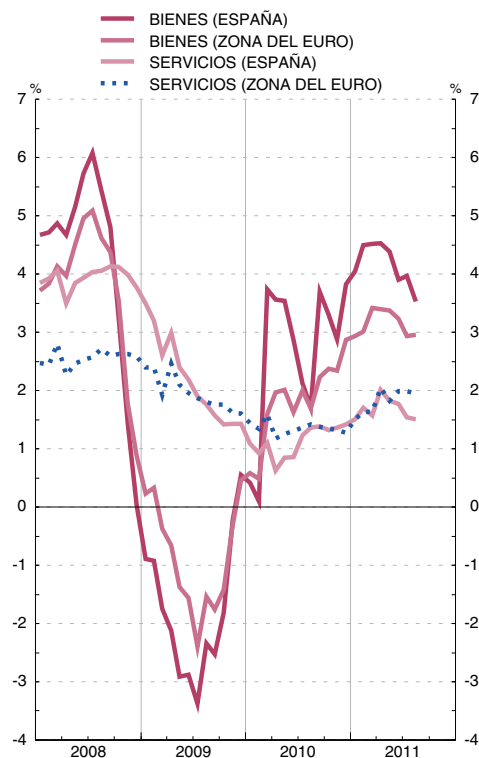
Tasas de variación interanual

		Índice general		Bienes														Servicios	
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	Alimentos						Industriales						España	Zona del euro
						Total		Elaborados		No elaborados		España	Zona del euro	No energéticos		Energía			
						España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro			España	Zona del euro	España	Zona del euro		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
08	M	4,1	3,3	4,2	3,8	5,7	5,1	7,4	6,1	3,9	3,5	3,3	3,1	0,4	0,8	11,9	10,3	3,9	2,6
09	M	-0,2	0,3	-1,8	-0,9	0,2	0,7	1,0	1,1	-0,7	0,2	-2,9	-1,7	-0,9	0,6	-9,0	-8,1	2,2	2,0
10	M	2,0	1,6	2,7	1,8	1,1	1,1	1,4	0,9	0,7	1,3	3,5	2,2	0,3	0,5	12,5	7,4	1,1	1,4
10 E-A	M	1,8	1,4	2,3	1,5	0,8	0,7	1,2	0,7	0,4	0,7	3,0	1,9	-0,3	0,3	12,4	6,6	1,0	1,4
11 E-A	MP	3,2	2,6	4,2	3,2	2,7	2,5	4,1	2,8	1,3	1,9	5,0	3,5	0,5	0,6	16,8	12,0	1,7	1,8
10 May		2,5	1,7	3,5	2,0	1,1	0,8	1,4	0,9	0,8	0,7	4,9	2,6	0,9	0,5	16,3	9,2	0,8	1,3
Jun		2,1	1,5	2,9	1,6	1,6	0,9	1,8	0,9	1,4	1,1	3,6	2,0	1,0	0,6	10,8	6,2	0,9	1,3
Jul		1,8	1,7	2,1	2,0	1,1	1,3	0,9	0,9	1,4	2,1	2,6	2,3	-0,7	0,4	11,7	8,1	1,2	1,4
Ago		1,6	1,6	1,7	1,7	1,3	1,6	1,1	1,0	1,7	2,5	1,8	1,7	-0,7	0,3	8,9	6,1	1,4	1,4
Sep		2,8	1,9	3,7	2,2	0,7	1,5	1,4	1,0	-	2,3	5,3	2,6	3,2	0,9	11,0	7,7	1,4	1,4
Oct		2,5	1,9	3,3	2,4	1,3	1,6	1,3	1,2	1,2	2,3	4,4	2,7	1,5	0,8	12,6	8,5	1,3	1,4
Nov		2,3	1,9	2,9	2,3	1,5	1,8	1,4	1,3	1,6	2,6	3,6	2,6	0,7	0,9	11,7	7,9	1,4	1,3
Dic		2,9	2,2	3,8	2,9	2,6	2,1	3,1	1,5	2,0	3,2	4,5	3,2	0,5	0,7	15,6	11,0	1,4	1,3
11 Ene		3,0	2,3	4,0	2,9	2,2	1,9	3,7	1,8	0,7	2,2	5,0	3,4	0,3	0,5	17,6	12,0	1,5	1,5
Feb		3,4	2,4	4,5	3,0	2,8	2,3	4,0	2,0	1,6	2,7	5,4	3,4	0,3	0,1	19,0	13,1	1,7	1,6
Mar		3,3	2,7	4,5	3,4	2,7	2,4	4,3	2,5	1,1	2,2	5,5	4,0	0,6	0,9	18,9	13,0	1,6	1,6
Abr		3,5	2,8	4,5	3,4	3,0	2,2	5,3	2,8	0,6	1,4	5,4	4,0	0,8	1,0	17,6	12,5	2,0	2,0
May		3,4	2,7	4,4	3,4	3,7	2,8	5,5	3,2	1,8	2,4	4,8	3,6	0,8	1,0	15,3	11,1	1,8	1,8
Jun		3,0	2,7	3,9	3,2	2,4	2,7	3,0	3,1	1,7	2,0	4,8	3,5	0,8	0,9	15,3	10,9	1,8	2,0
Jul		3,0	2,5	4,0	2,9	2,9	2,6	3,6	3,4	2,0	1,3	4,5	3,1	0,2	-	15,9	11,8	1,5	2,0
Ago	P	2,7	2,5	3,5	3,0	2,1	2,7	3,6	3,6	0,5	1,1	4,3	3,1	0,1	-	15,3	11,8	1,5	1,9

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](http://www.europa.eu.int))

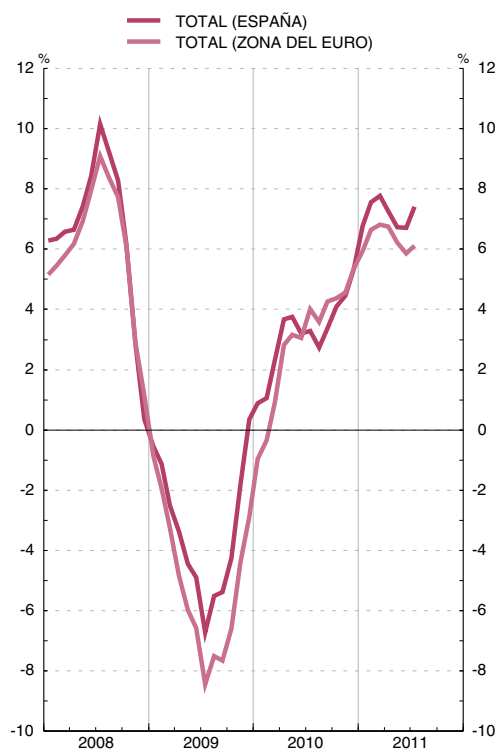
### 5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100

■ Serie representada gráficamente.

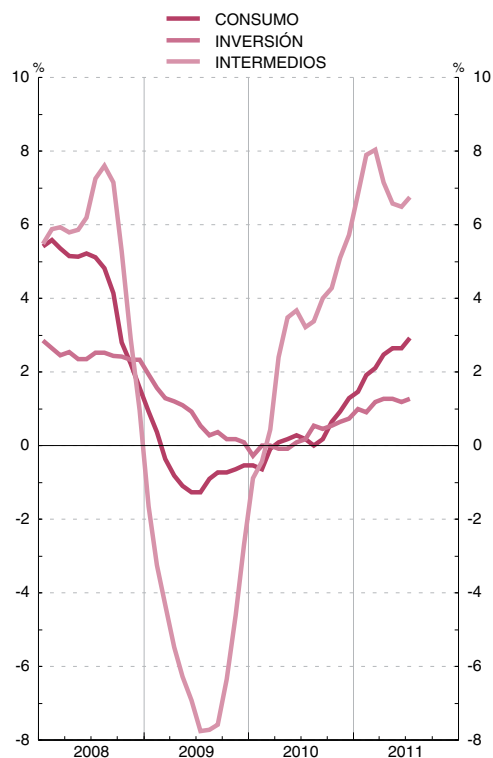
Tasas de variación interanual

		General			Bienes de consumo		Bienes de equipo		Bienes intermedios		Energía		Pro memoria: zona del euro				
		Serie original	m <sub>1</sub> (a)	T <sub>12</sub>	m <sub>1</sub> (a)	T <sub>12</sub>	m <sub>1</sub> (a)	T <sub>12</sub>	m <sub>1</sub> (a)	T <sub>12</sub>	m <sub>1</sub> (a)	T <sub>12</sub>	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
													T <sub>12</sub>	T <sub>12</sub>	T <sub>12</sub>	T <sub>12</sub>	T <sub>12</sub>
08	MP	116,3	—	6,5	—	4,4	—	2,5	—	5,5	—	14,3	6,1	3,9	2,1	3,9	14,3
09	MP	112,4	—	-3,4	—	-0,6	—	0,8	—	-5,4	—	-6,8	-5,1	-2,1	0,5	-5,2	-11,5
10	MP	115,9	—	3,2	—	0,2	—	0,2	—	2,9	—	9,8	2,9	0,4	0,3	3,5	6,5
10 E-J	MP	115,1	—	2,6	—	-0,1	—	-0,0	—	1,7	—	9,5	1,8	-0,2	-0,0	2,0	4,6
11 E-J	MP	123,4	—	7,2	—	2,3	—	1,2	—	7,1	—	17,1	6,3	3,0	1,3	7,2	12,1
10 Abr	P	115,8	1,0	3,7	-	0,1	-	-0,1	1,3	2,4	2,4	13,1	2,8	-0,3	-0,0	2,7	7,9
May	P	116,0	0,2	3,8	-0,1	0,2	-	-0,1	0,8	3,5	0,2	12,0	3,2	-0,0	0,3	3,9	7,4
Jun	P	116,1	0,1	3,2	0,1	0,3	0,1	0,1	-	3,7	0,2	8,7	3,1	0,2	0,4	4,3	6,2
Jul	P	116,0	-0,1	3,3	-	0,2	-	0,2	-0,3	3,2	-0,1	9,8	4,0	0,4	0,6	4,5	9,6
Ago	P	116,1	0,1	2,7	0,3	-	0,2	0,5	0,6	3,4	-0,9	7,0	3,6	0,5	0,7	4,7	7,4
Sep	P	116,3	0,2	3,4	0,3	0,2	0,1	0,5	0,5	4,0	-0,2	9,1	4,3	0,8	0,7	5,1	9,3
Oct	P	117,0	0,6	4,1	0,1	0,6	-	0,5	0,2	4,3	1,9	10,5	4,4	1,2	0,7	5,5	8,7
Nov	P	117,4	0,3	4,4	-	0,9	0,1	0,6	0,4	5,1	1,0	10,7	4,6	1,5	0,9	5,8	8,8
Dic	P	118,5	0,9	5,3	0,3	1,3	-	0,7	0,7	5,7	2,7	13,5	5,4	1,8	0,7	6,3	11,3
11 Ene	P	121,3	2,4	6,8	0,5	1,5	0,5	1,0	1,7	6,8	6,7	17,3	5,9	2,1	1,2	7,3	11,7
Feb	P	122,4	0,9	7,6	0,5	1,9	0,1	0,9	1,2	7,9	1,4	18,5	6,6	2,5	1,4	8,2	12,6
Mar	P	123,5	0,9	7,8	0,3	2,1	0,2	1,2	0,6	8,0	2,3	18,6	6,8	2,8	1,4	8,1	13,1
Abr	P	124,2	0,6	7,3	0,4	2,5	0,1	1,3	0,5	7,1	1,1	17,1	6,8	3,4	1,4	7,3	13,2
May	P	123,8	-0,3	6,7	0,1	2,6	-	1,3	0,2	6,6	-1,3	15,4	6,2	3,5	1,2	6,6	11,8
Jun	P	123,9	0,1	6,7	0,1	2,6	-	1,2	-0,1	6,5	0,1	15,4	5,9	3,4	1,4	6,3	10,7
Jul	P	124,6	0,6	7,4	0,3	2,9	0,1	1,3	-	6,8	2,0	17,8	6,1	3,4	1,4	6,3	11,9

ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL  
Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE y BCE.

Nota: Las series de base de este indicador, para España, figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadro 3.

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.



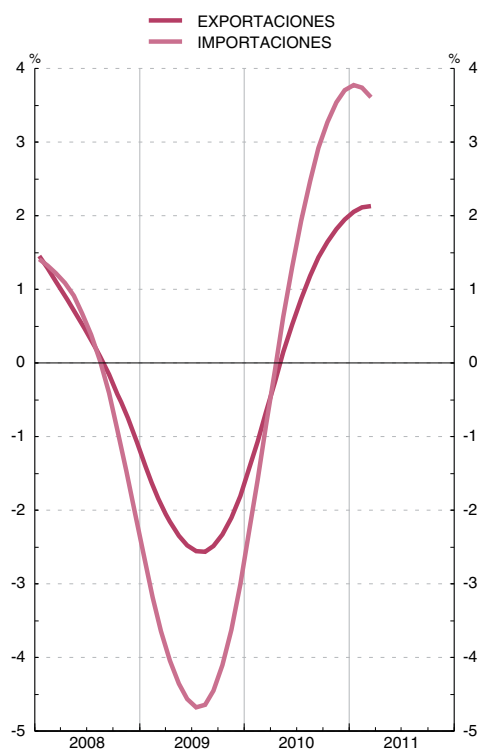
#### 5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

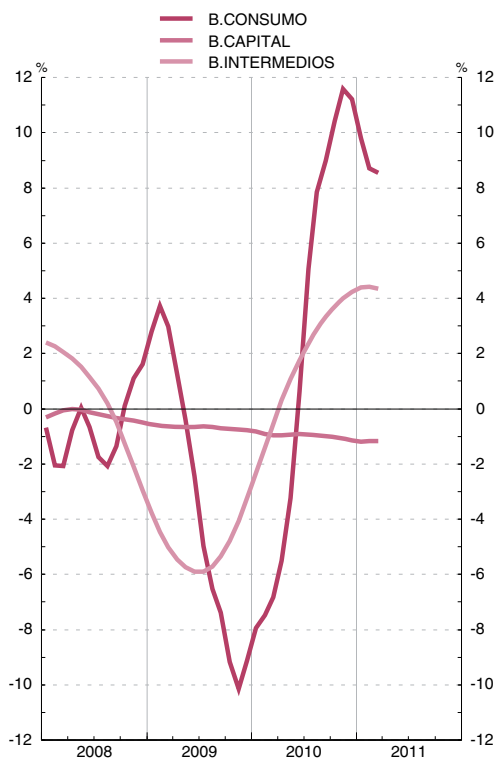
Tasas de variación interanual

	Exportaciones / Expediciones						Importaciones / Introducciones					
	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios			Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios		
				Total	Energéticos	No energéticos				Total	Energéticos	No energéticos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
08	1,6	0,4	0,5	2,6	28,7	0,4	4,2	-1,0	2,3	6,6	24,2	0,5
09	-6,8	-3,5	-5,4	-9,3	-31,0	-6,8	-11,8	-3,6	-5,6	-16,1	-30,3	-9,8
10	1,6	3,1	-5,2	1,8	16,8	0,9	4,7	1,7	2,4	6,2	25,8	0,5
10 E-J	-0,6	0,8	-8,5	-0,1	12,0	-0,6	1,2	-5,9	-2,6	5,0	29,4	-2,0
11 E-J	5,5	5,0	2,0	6,5	33,3	4,4	9,2	6,6	0,3	10,9	26,6	5,8
10 Ene	-3,3	-0,9	-4,7	-5,0	2,2	-5,4	-2,7	-6,2	4,6	-1,9	14,4	-7,0
Feb	-3,6	2,2	-8,9	-6,5	2,5	-6,6	-1,7	-7,9	-7,3	2,8	23,9	-3,5
Mar	-2,2	3,6	-12,9	-4,3	8,2	-4,9	-0,8	-8,7	-11,9	5,0	28,9	-1,6
Abr	-2,0	-4,3	2,0	-1,1	20,7	-2,3	2,1	-5,4	-4,5	6,0	36,3	-2,7
May	6,2	3,1	-15,0	12,7	23,1	12,1	5,1	-7,0	3,3	10,5	40,2	2,4
Jun	1,0	1,3	-11,0	3,2	15,0	2,7	5,2	-0,2	-0,6	7,6	32,5	0,6
Jul	1,3	3,8	-9,9	2,1	21,3	0,8	5,0	5,1	1,1	4,8	22,6	-0,5
Ago	6,9	4,4	-1,5	9,1	27,4	7,4	11,1	12,2	7,0	10,7	20,8	7,4
Sep	4,3	5,0	9,6	2,9	17,9	2,0	6,2	3,4	14,8	6,7	20,6	2,9
Oct	4,0	7,7	1,5	2,1	23,9	0,8	8,0	10,3	6,3	7,0	22,9	2,5
Nov	3,6	5,7	-6,8	3,8	24,6	2,4	8,6	12,0	6,1	7,1	19,4	3,4
Dic	2,8	5,7	-4,5	2,2	13,4	1,3	9,5	11,4	9,4	8,3	26,8	1,7
11 Ene	5,8	5,3	-3,9	7,9	48,3	5,5	11,5	6,5	-7,8	15,4	30,5	9,0
Feb	6,7	5,1	3,6	8,3	24,1	6,8	10,1	6,0	0,6	12,5	30,4	6,9
Mar	6,6	2,6	4,0	10,0	41,4	8,1	11,4	10,1	12,9	11,6	33,7	5,9
Abr	9,5	11,8	1,6	9,4	29,6	7,2	11,0	9,7	2,7	12,1	25,9	7,2
May	0,7	4,6	4,0	-2,8	27,6	-5,0	3,9	4,7	-5,1	4,3	19,0	0,6
Jun	4,2	0,8	2,9	6,3	27,5	4,3	7,3	2,4	-1,7	9,8	20,4	5,3

ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS EXPORTACIONES Y DE LAS IMPORTACIONES (a)



ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS IMPORTACIONES POR GRUPOS DE PRODUCTOS (a)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 6 y 7.

a. Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS).

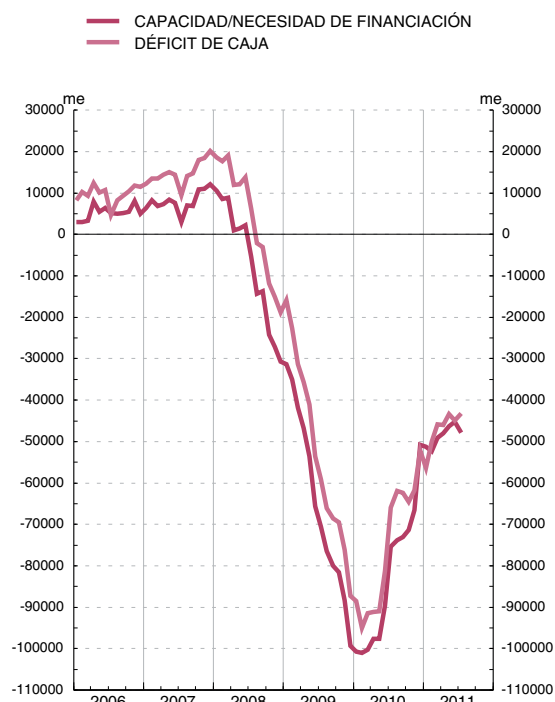
## 6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

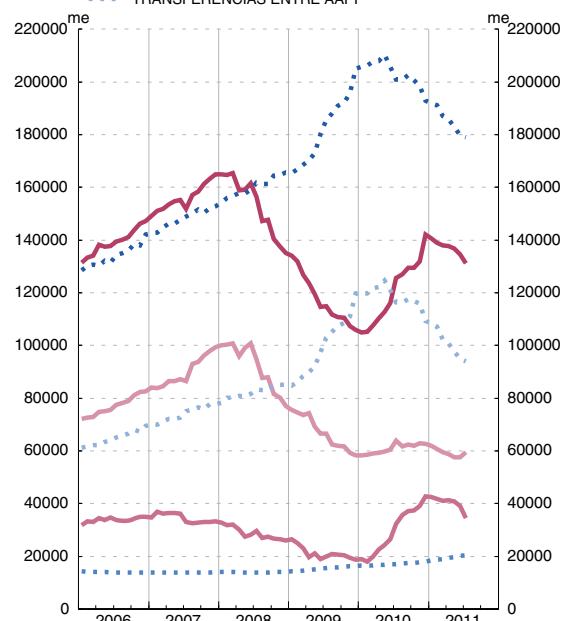
	Capaci- dad (+) o necesi- dad (-) de finan- ciación	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: déficit de caja		
		Total	Impues- to sobre el valor añadido (IVA)	Otros impues- tos sobre los produc- tos y sobre importa- ciones excepto IVA	Interes- es y otras rentas de la propie- dad	Impues- tos sobre la renta y el patri- monio	Resto	Total	Remu- nera- ción de asala- riados	Interes- es	Trans- feren- cias corrien- tes y de capital entre Adminis- traciones Públicas	Ayudas a la inver- sión y otras transfe- rencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingre- sos líqui- dos	Pagos líqui- dos
														15-16	15	16
	1 = 2-8	2 = 3a7	3	4	5	6	7	8 = 9a13	9	10	11	12	13	14 =	15	16
06	5 005	147 220	34 929	11 331	5 328	82 528	13 104	142 215	16 839	13 820	69 588	5 808	36 160	11 471	141 847	130 375
07	12 098	165 010	33 332	12 938	6 645	99 240	12 855	152 912	18 006	14 024	77 833	6 092	36 957	20 135	159 840	139 704
08	-30 642	135 104	26 065	12 715	7 006	76 927	12 391	165 746	19 179	14 147	85 333	5 911	41 176	-18 747	129 336	148 082
09	P -99 258	105 827	18 767	11 563	8 144	58 234	9 119	205 085	20 141	16 318	119 693	5 988	42 945	-87 281	102 038	189 319
10	A -50 842	141 995	42 685	11 733	8 018	62 767	16 792	192 837	20 173	18 098	109 209	4 648	40 709	-52 235	127 337	179 572
10 E-J	A -25 881	77 817	28 720	6 762	3 317	35 008	4 010	103 698	11 561	10 112	62 437	865	18 723	-29 681	76 330	106 011
11 E-J	A -22 817	67 004	20 493	4 598	2 849	31 803	7 261	89 821	11 347	12 490	47 159	1 283	17 542	-20 610	61 386	81 995
10 Jul	A 3 969	21 051	9 606	993	428	9 346	678	17 082	1 395	1 575	11 459	193	2 460	1 114	20 944	19 831
Ago	A -9 069	4 034	-1 965	975	640	3 767	617	13 103	1 409	1 488	7 537	102	2 567	-7 374	2 599	9 973
Sep	A -1 618	14 272	4 931	1 084	625	6 366	1 266	15 890	1 470	1 589	9 850	162	2 819	-885	13 747	14 632
Oct	A 5 180	19 574	6 173	1 004	306	11 369	722	14 394	1 460	1 522	8 512	270	2 630	3 090	19 220	16 131
Nov	A -7 514	7 663	1 646	986	223	3 494	1 314	15 177	1 462	1 577	8 989	173	2 976	-8 198	7 313	15 511
Dic	A -11 940	18 635	3 180	922	2 907	2 763	8 863	30 575	2 811	1 810	11 884	3 076	10 994	-9 188	8 127	17 315
11 Ene	A -1 217	7 839	-777	815	243	8 762	-1 204	9 056	1 346	1 870	4 017	-	1 823	-7 706	9 484	17 190
Feb	A 3 095	16 670	11 780	464	265	1 578	2 583	13 575	1 418	1 433	7 254	26	3 444	2 125	13 447	11 322
Mar	A -8 811	3 336	-225	446	1 419	1 617	79	12 147	1 509	1 806	5 759	566	2 507	-3 579	4 522	8 101
Abr	A 4 440	17 118	5 415	659	470	9 326	1 248	12 678	1 490	1 790	6 963	308	2 127	3 018	16 196	13 178
May	A -11 327	1 459	190	631	112	-1 314	1 840	12 786	1 500	1 843	6 625	341	2 477	-7 939	958	8 897
Jun	A -10 375	2 984	-818	773	311	467	2 251	13 359	2 623	1 831	6 186	27	2 692	-9 414	1 081	10 495
Jul	A 1 378	17 598	4 928	810	29	11 367	464	16 220	1 461	1 917	10 355	15	2 472	2 886	15 698	12 812

ESTADO. CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN Y DÉFICIT DE CAJA  
(Suma móvil 12 meses)



ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN CONTABILIDAD NACIONAL  
(Suma móvil 12 meses)

— TOTAL RECURSOS  
— IVA  
— IMPUESTOS SOBRE LA RENTA Y EL PATRIMONIO  
... TOTAL EMPLEOS  
... INTERESES  
... TRANSFERENCIAS ENTRE AAPP



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda (IGAE).

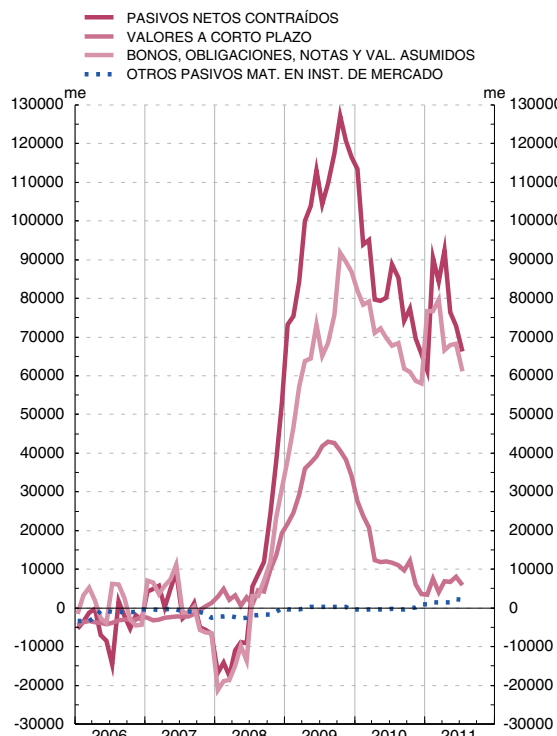
## 6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

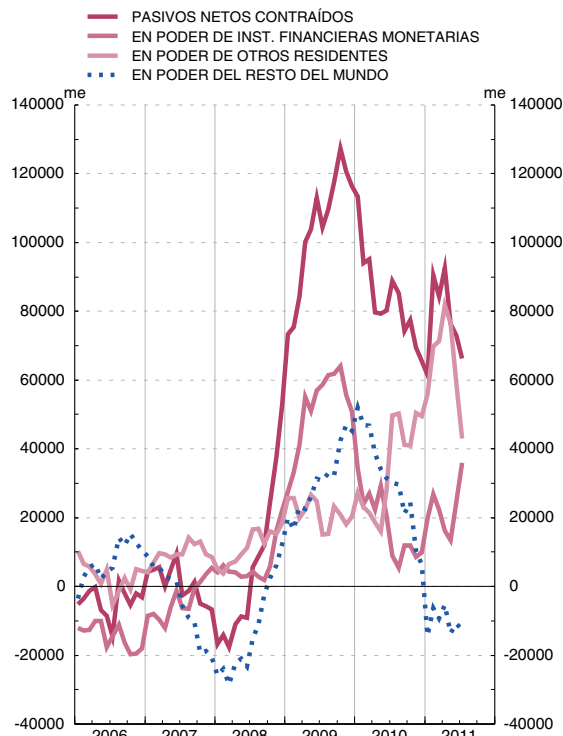
Millones de euros

	Capaci- dad (+) o necesidad (-) de fi- nancia- ción	Adquisiciones netas de activos financieros		Pasivos netos contraídos										Contra- ción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendien- tes de pago)	
				Del cual		Por instrumentos					Por sectores de contrapartida				
		Del cual	En monedas distintas de la peseta/ euro			Valores a corto plazo	Bonos, obliga- ciones, notas y valores asumidos	Crédi- tos del Banco de España	Otros pasivos materia- lizados en ins- trumen- tos de mercado (a)	Otras cuentas pendien- tes de pago	En poder de sectores residentes				Resto del mundo
				Total	Total						Total	Institu- ciones financie- ras moneta- rias	Otros sectores residen- tes		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
06	5 005	1 917	-200	-3 088	-1 195	-2 198	-4 346	-486	-418	4 360	-13 445	-18 000	4 555	10 357	-7 448
07	12 098	5 382	65	-6 716	-118	1 206	-6 475	-519	-2 495	1 567	13 867	5 342	8 525	-20 582	-8 282
08	-30 642	22 314	4 337	52 956	1 227	19 355	30 868	-520	-40	3 293	40 724	22 233	18 491	12 232	49 664
09	P -99 258	17 133	-4 197	116 391	1 524	34 043	86 835	-535	-510	-3 442	71 089	50 819	20 270	45 302	119 833
10	A -50 842	14 731	-5	65 573	-726	3 616	57 958	-544	907	3 636	59 277	9 809	49 468	6 297	61 938
10 E-J	A -25 881	6 574	171	32 455	-939	-524	22 068	-544	189	11 266	32 097	-8 879	40 976	358	21 189
11 E-J	A -22 817	10 362	-202	33 179	-1 455	1 707	25 302	-537	1 455	5 253	51 811	17 331	34 480	-18 632	27 926
10 Jul	A 3 969	7 602	257	3 633	-886	2 500	-8 582	-	175	9 541	5 143	-14 069	19 212	-1 510	-5 907
Ago	A -9 069	-7 078	23	1 991	16	2 495	4 995	-	-6	-5 491	64	-2 421	2 486	1 927	7 483
Sep	A -1 618	5 221	-1	6 839	-23	644	8 852	-	-33	-2 623	6 052	11 885	-5 833	787	9 463
Oct	A 5 180	17 270	2 497	12 090	10	5 037	7 129	-	190	-265	1 775	3 670	-1 895	10 315	12 356
Nov	A -7 514	-4 092	-2 700	3 422	15	-1 919	8 406	-	148	-3 214	8 432	1 640	6 792	-5 011	6 635
Dic	A -11 940	-3 164	5	8 776	195	-2 116	6 508	-	420	3 964	10 856	3 914	6 942	-2 080	4 812
11 Ene	A -1 217	2 224	-0	3 441	15	-806	6 766	-	6	-2 525	15 290	-1 038	16 329	-11 849	5 966
Feb	A 3 095	17 141	-4	14 046	14	1 979	9 972	-	530	1 564	12 865	3 211	9 654	1 181	12 481
Mar	A -8 811	-2 424	-195	6 387	-5	-2 423	15 480	-	-23	-6 648	5 222	4 349	872	1 165	13 034
Abr	A 4 440	13 499	18 220	9 059	-4	-259	-9 917	-537	-4	19 775	9 379	-2 683	12 062	-320	-10 716
May	A -11 327	-19 337	-18 220	-8 010	15	436	9 307	-	0	-17 753	1 505	4 988	-3 483	-9 515	9 743
Jun	A -10 375	892	80	11 267	-37	2 444	9 324	-	918	-1 419	7 072	11 190	-4 119	4 195	12 686
Jul	A 1 378	-1 632	-82	-3 010	-1 454	336	-15 631	-	27	12 258	479	-2 686	3 165	-3 489	-15 268

ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR INSTRUMENTOS  
(Suma móvil 12 meses)



ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR SECTORES DE CONTRAPARTIDA  
(Suma móvil de 12 meses)



FUENTE: BE.

a. Incluye otros créditos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

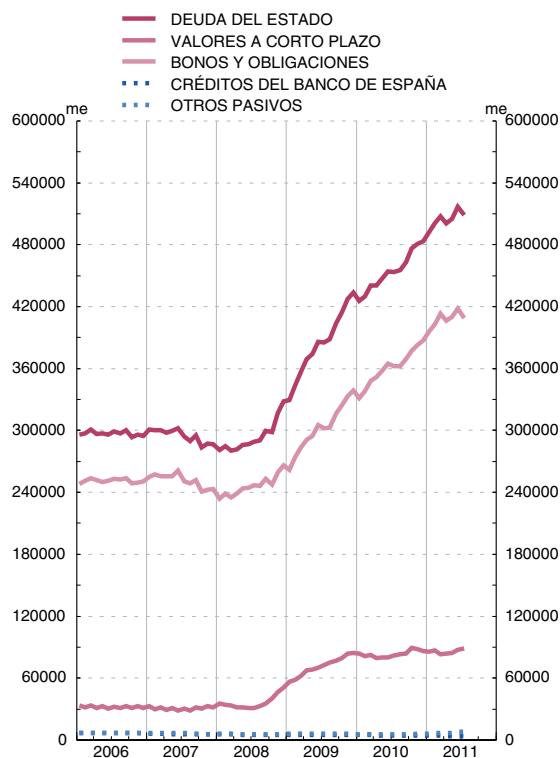
### 6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

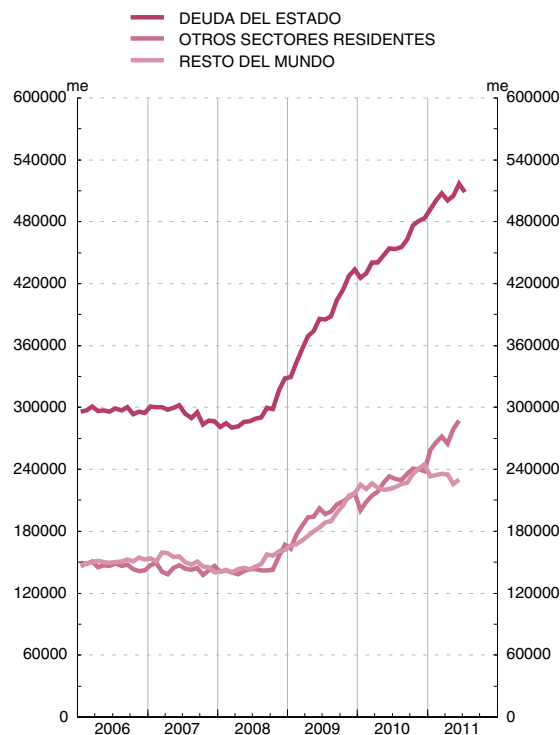
Millones de euros

		Pasivos en circulación (excepto otras cuentas pendientes de pago)									Pro memoria:				
		Deuda del Estado elaborada según la metodología del Protocolo de déficit excesivo	Del cual:	Por instrumentos				Por sectores de contrapartida				Depósitos en el Banco de España	Otros depósitos: Subastas de liquidez del Tesoro (b)	Avalos prestados (saldo vivo)	
				En monedas distintas de la peseta/ del euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	En poder de sectores residentes						Resto del mundo
									Total	Administraciones Públicas	Otros sectores residentes				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
06		294 860	515	31 060	250 702	6 416	6 683	164 240	21 897	142 343	152 517	100	13 486	5 794	
07		286 531	355	31 644	243 246	5 832	5 808	171 839	25 551	146 288	140 243	165	15 018	6 162	
08		328 379	63	50 788	266 334	5 249	6 008	201 112	34 511	166 601	161 779	4 502	21 403	8 152	
09	P	433 436	68	84 303	338 969	4 665	5 498	263 300	46 105	217 195	216 241	305	24 486	58 854	
10	Jul	A	453 524	0	81 658	362 097	4 082	5 687	285 645	54 623	231 022	222 502	476	19 787	63 794
	Ago	A	455 236	0	83 082	362 392	4 082	5 680	288 494	58 952	229 542	225 694	500	18 387	64 760
	Sep	A	463 084	0	83 952	369 403	4 082	5 647	295 153	59 102	236 051	227 034	499	25 428	65 267
	Oct	A	476 376	0	89 354	377 104	4 082	5 837	300 045	59 344	240 700	235 676	2 996	42 058	65 183
	Nov	A	480 799	0	87 787	382 944	4 082	5 985	300 024	60 244	239 780	241 019	296	40 053	69 311
	Dic	A	483 382	0	85 980	386 915	4 082	6 406	299 410	61 170	238 240	245 142	300	28 598	73 560
11	Ene	A	491 807	0	85 559	395 755	4 082	6 412	319 382	60 868	258 514	233 294	300	31 103	75 420
	Feb	A	500 486	0	87 018	402 444	4 082	6 942	327 782	61 764	266 018	234 468	295	45 108	81 961
	Mar	A	507 343	0	83 408	412 935	4 082	6 919	336 158	64 409	271 749	235 594	100	47 541	83 500
	Abr	A	500 417	0	83 479	406 524	3 499	6 915	328 267	63 126	265 140	235 276	18 320	41 459	84 677
	May	A	505 020	0	84 462	410 145	3 499	6 915	345 159	65 894	279 264	225 756	100	39 911	85 531
	Jun	A	516 898	0	87 532	418 034	3 499	7 833	352 297	65 312	286 985	229 913	180	40 164	87 329
	Jul	A	508 728	0	88 799	408 570	3 499	7 860	...	63 203	...	...	98	48 068	88 994

ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN  
Por instrumentos



ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN  
Por sectores de contrapartida



FUENTE: BE.

a. Incluye otros créditos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

b. Incluye las subastas diarias de liquidez del Tesoro que figuran en sus cuentas en el Banco de España y las operaciones de compraventas dobles (simultáneas) que realiza el Tesoro a un mes.

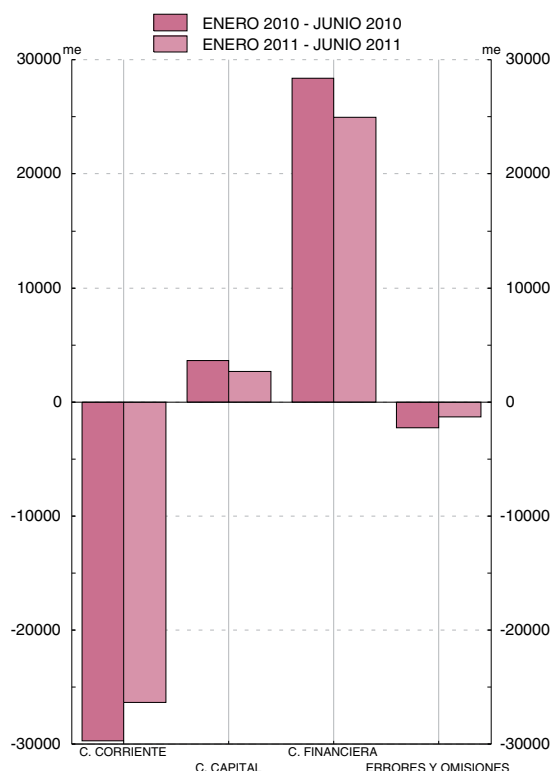
# 7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE

■ Serie representada gráficamente.

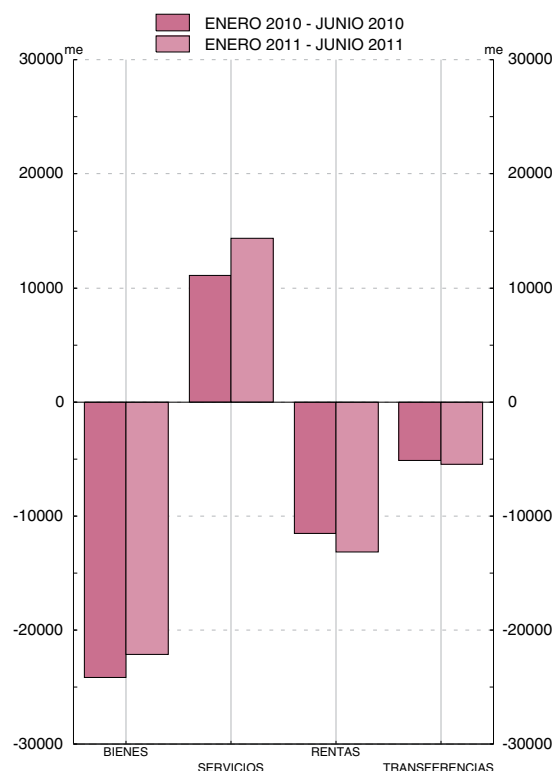
Millones de euros

Cuenta corriente (a)																				
Total (saldo)	Bienes			Servicios					Rentas			Transferencias co- rrientes (saldo)	Cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta finan- ciera (saldo)	Errores y omisión- es				
	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos		Pagos		Saldo	Ingresos	Pagos									
					Del cual		Del cual													
					Total	Turismo y viajes	Total	Turismo y viajes												
1=2+5+ 10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	9	10=11- 12	11	12	13	14	15=1+14	16	17=- (15+16)				
08	-104 676	-85 594	193 007	278 601	25 791	97 651	41 901	71 861	13 834	-35 483	53 050	88 533	-9 389	5 475	-99 201	100 222	-1 021			
09	P -54 481	-42 175	163 996	206 171	25 503	88 215	38 125	62 712	12 086	-29 787	41 875	71 662	-8 022	4 275	-50 206	54 641	-4 435			
10	P -48 404	-47 143	190 806	237 949	27 797	93 513	39 621	65 716	12 663	-21 941	41 372	63 313	-7 116	6 295	-42 109	44 562	-2 454			
10 E-J	P -29 695	-24 156	91 719	115 875	11 126	43 410	16 607	32 284	5 414	-11 516	18 671	30 186	-5 149	3 611	-26 084	28 368	-2 284			
11 E-J	P -26 338	-22 116	108 513	130 628	14 367	46 205	18 241	31 838	5 287	-13 152	17 492	30 644	-5 437	2 703	-23 635	24 957	-1 322			
10 Mar	P -4 437	-3 773	16 984	20 757	1 820	7 564	2 559	5 744	899	-1 844	2 504	4 348	-641	354	-4 083	6 628	-2 545			
Abr	P -5 051	-4 842	14 953	19 795	1 436	6 637	2 401	5 201	860	-1 124	3 934	5 058	-521	-237	-5 288	3 407	1 881			
May	P -5 020	-3 913	16 574	20 487	2 503	7 912	3 247	5 408	660	-3 098	3 804	6 902	-512	1 828	-3 192	5 459	-2 267			
Jun	P -3 690	-4 510	16 563	21 074	2 979	8 707	3 869	5 728	1 207	-2 268	3 167	5 434	109	128	-3 562	2 549	1 013			
Jul	P -2 387	-3 820	16 721	20 541	3 943	9 741	5 010	5 798	1 246	-1 813	3 764	5 577	-697	567	-1 820	2 167	-346			
Ago	P -2 677	-3 941	13 330	17 271	4 089	9 291	5 265	5 203	1 378	-1 846	2 070	3 916	-978	239	-2 438	3 357	-919			
Sep	P -4 024	-4 200	16 288	20 488	3 261	8 877	4 304	5 616	1 349	-1 975	3 524	5 499	-1 111	556	-3 469	5 957	-2 489			
Oct	P -2 660	-3 083	17 931	21 013	2 816	8 162	3 850	5 346	1 209	-1 387	2 946	4 333	-1 006	127	-2 533	2 370	163			
Nov	P -4 387	-3 357	18 082	21 438	1 524	6 844	2 520	5 320	1 096	-3 371	2 030	5 402	817	320	-4 066	2 288	1 779			
Dic	P -2 573	-4 586	16 736	21 322	1 038	7 187	2 064	6 149	971	-32	8 368	8 400	1 007	875	-1 698	55	1 643			
11 Ene	P -6 383	-4 386	16 283	20 669	1 619	7 009	2 591	5 391	890	-2 554	2 179	4 733	-1 061	174	-6 209	5 579	630			
Feb	P -5 428	-2 713	17 533	20 246	1 049	6 342	2 243	5 293	922	-1 485	2 597	4 082	-2 279	1 252	-4 176	6 544	-2 367			
Mar	P -5 346	-4 049	19 958	24 007	1 761	7 398	2 733	5 637	869	-2 378	2 146	4 525	-679	137	-5 209	1 917	3 291			
Abr	P -3 357	-3 825	17 738	21 563	2 439	7 414	2 850	4 974	833	-1 572	2 476	4 048	-400	291	-3 066	4 614	-1 548			
May	P -3 556	-3 176	18 761	21 936	3 319	8 353	3 526	5 034	646	-3 158	4 160	7 318	-541	550	-3 006	4 185	-1 179			
Jun	P -2 267	-3 967	18 241	22 208	4 180	9 688	4 298	5 509	1 127	-2 003	3 935	5 938	-476	299	-1 968	2 118	-149			

## RESUMEN



## DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE



FUENTE: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5.ª edición, 1993).

a. Un signo positivo para los saldos de la cuenta corriente y de capital significa superávit (ingresos mayores que pagos) y, por tanto, un préstamo neto al exterior (aumento de la posición acreedora o disminución de la posición deudora).

b. Un signo positivo para el saldo de la cuenta financiera (variación de pasivos mayor que la variación de activos) significa una entrada neta de financiación, es decir, un préstamo neto del resto del mundo (aumento de la posición deudora o disminución de la posición acreedora).

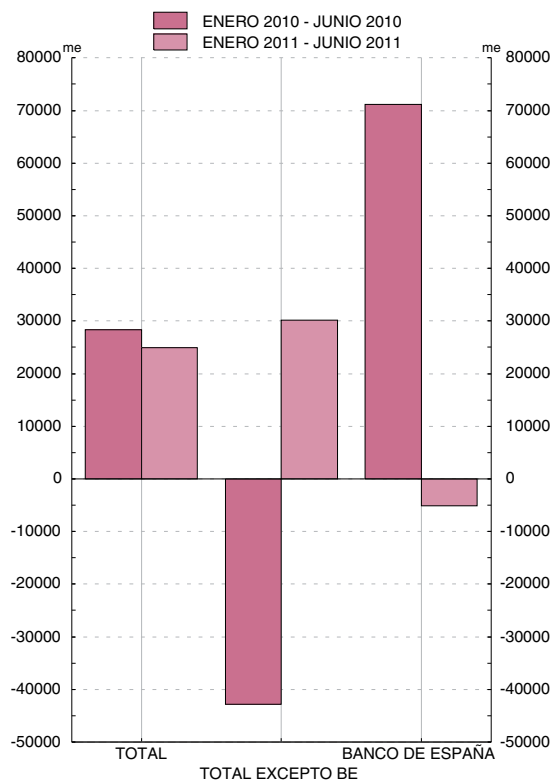
## 7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

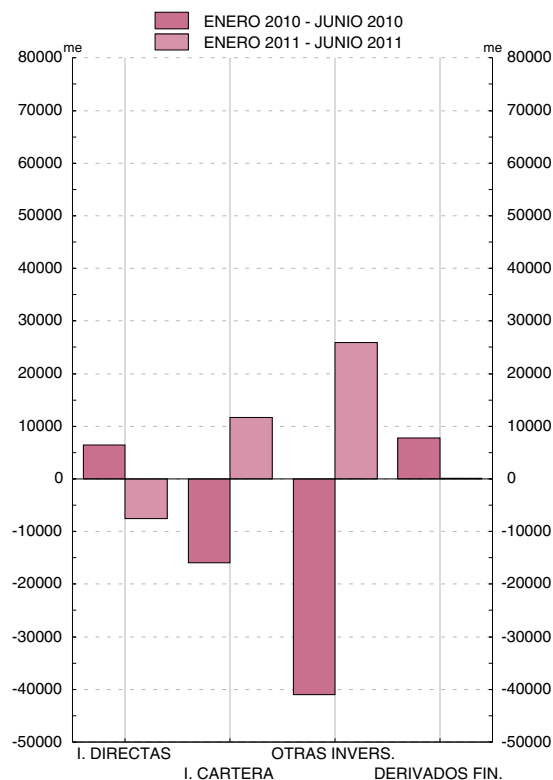
Millones de euros

	Cuenta financiera  (VNP-VNA)  1= 2+13	Total, excepto Banco de España											Banco de España				
		Total  (VNP-VNA)  2=3+6+9+12	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						
08	100 222	70 004	1 553	51 008	52 561	-203	-21 761	-21 964	75 717	12 330	88 048	-7 064	30 218	-645	31 713	-850	
09	P 54 641	44 177	-433	7 009	6 576	45 325	4 119	49 444	5 145	4 065	9 210	-5 861	10 464	-1 563	6 146	5 882	
10	P 44 562	28 866	2 226	16 308	18 534	29 739	-63 371	-33 633	-10 470	15 732	5 262	7 371	15 696	-814	9 788	6 722	
10 E-J	P 28 368	-42 779	6 458	-3 445	3 013	-15 977	-24 571	-40 548	-41 018	4 954	-36 064	7 758	71 147	-541	64 483	7 205	
11 E-J	P 24 957	30 125	-7 572	16 972	9 400	11 640	-17 392	-5 752	25 896	24 903	50 799	161	-5 168	-628	-5 562	1 022	
10 Mar	P 6 628	4 852	523	762	1 285	778	3 807	4 586	858	-2 520	-1 662	2 693	1 776	1	1 603	172	
Abr	P 3 407	10 439	1 429	-1 396	33	4 779	-8 409	-3 631	3 694	965	4 659	537	-7 032	-6	-7 566	540	
May	P 5 459	-34 478	-2 132	3 912	1 780	-9 851	-6 990	-16 841	-23 382	10 072	-13 310	887	39 937	-413	42 402	-2 051	
Jun	P 2 549	-32 546	-802	-366	-1 168	-5 201	-8 995	-14 196	-29 192	1 656	-27 536	2 649	35 096	-9	27 477	7 627	
Jul	P 2 167	4 432	-1 110	2 458	1 348	6 974	-9 212	-2 238	-2 699	924	-1 775	1 266	-2 265	-52	-3 552	1 338	
Ago	P 3 357	21 261	-5 539	6 402	863	13 218	-9 931	9 287	13 984	4 784	18 768	-402	-17 904	32	-17 970	34	
Sep	P 5 957	30 819	-4 352	9 909	5 556	8 840	-5 201	3 639	26 880	-14 485	12 395	-549	-24 862	-2	-24 966	106	
Oct	P 2 370	19 377	2 937	-231	2 706	22 716	-7 770	14 947	-4 416	17 661	13 244	-1 860	-17 007	-212	-16 092	-703	
Nov	P 2 288	3 170	2 257	-1 337	919	-4 436	-4 711	-9 147	4 977	-11 142	-6 165	372	-883	-5	-83	-795	
Dic	P 55	-7 415	1 575	2 553	4 128	-1 597	-7 975	-9 572	-8 178	13 037	4 859	785	7 470	-35	7 967	-462	
11 Ene	P 5 579	9 136	-2 019	4 432	2 413	11 171	-6 595	4 576	-609	12 685	12 076	592	-3 557	-216	-2 836	-506	
Feb	P 6 544	11 543	1 282	592	1 874	18 981	-3 575	15 406	-9 738	-4 072	-13 810	1 019	-5 000	-58	-5 121	180	
Mar	P 1 917	4 400	-2 815	4 321	1 506	71	1 484	1 555	5 961	4 402	10 363	1 183	-2 483	-218	-2 938	673	
Abr	P 4 614	7 200	-3 559	5 531	1 973	-1 512	279	-1 233	14 302	-82	14 220	-2 031	-2 586	-50	-2 495	-41	
May	P 4 185	-11 291	-1 061	1 430	369	-11 954	-3 625	-15 579	1 505	13 163	14 668	219	15 476	-59	15 530	5	
Jun	P 2 118	9 135	599	667	1 266	-5 118	-5 359	-10 477	14 475	-1 193	13 282	-820	-7 018	-27	-7 702	711	

CUENTA FINANCIERA (VNP-VNA)



CUENTA FINANCIERA, EXCEPTO BANCO DE ESPAÑA. DETALLE (VNP-VNA)



FUENTE: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5.ª edición, 1993).

a. Tanto la variación de activos (VNA) como la variación de pasivos (VNP) han de entenderse 'netas' de sus correspondientes amortizaciones. Un signo positivo (negativo) en las columnas señalizadas como VNA supone una salida (entrada) de financiación exterior. Un signo positivo (negativo) en las columnas señalizadas como VNP supone una entrada (salida) de financiación exterior. b. No recoge las inversiones directas en acciones cotizadas e incluye inversiones de cartera en acciones no cotizadas. c. Incluye inversiones directas en acciones cotizadas, pero no recoge las inversiones de cartera en acciones no cotizadas. d. Principalmente, préstamos, depósitos y operaciones temporales. e. Un signo positivo (negativo) supone una disminución (aumento) de las reservas y/o de los activos del BE frente al Eurosistema.

### 7.3. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. EXPORTACIONES Y EXPEDICIONES

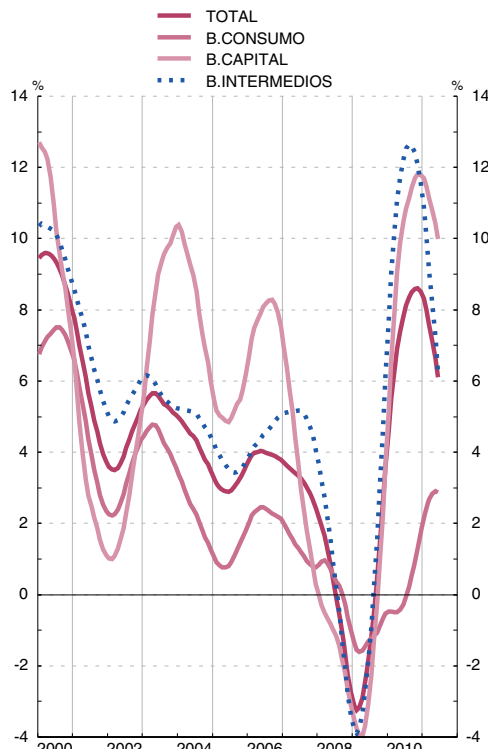
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

		Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)								
		Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados	
							Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:						
												Total	Estados Unidos					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16			
03		138 119	3,6	5,2	4,2	11,9	4,8	24,7	3,3	4,5	5,1	3,8	-1,7	-5,9	2,2	38,2	-23,4	
04		146 925	6,4	5,3	2,2	13,1	6,6	10,2	6,3	5,0	5,0	5,9	2,0	12,5	3,3	5,6	4,7	
05		155 005	5,5	0,8	-0,8	5,5	1,4	-8,7	2,2	2,6	2,3	4,2	10,2	9,1	11,8	31,4	14,5	
06		170 439	10,0	5,2	2,9	12,7	5,6	-3,7	6,2	8,1	7,8	8,4	17,7	6,0	34,5	12,8	16,5	
07		185 023	8,6	5,8	3,0	4,4	8,1	6,6	8,1	8,0	8,4	7,0	-1,1	22,3	-12,5	23,5	-0,8	
08		189 228	2,3	0,7	2,4	-5,6	0,6	19,0	-0,6	-0,1	-0,5	-0,4	1,4	30,1	1,0	1,2	4,2	
09		159 890	-15,5	-9,4	-3,4	-14,1	-12,8	-19,9	-12,2	-15,5	-13,2	-15,2	-24,4	-11,4	-17,9	-7,7	8,5	
10	May	P	16 213	25,7	18,4	-4,2	88,7	26,2	6,5	27,7	22,9	23,4	23,2	3,3	-13,5	25,1	24,4	35,5
	Jun	P	16 203	16,6	15,4	-4,1	41,6	26,7	-0,7	28,5	14,1	13,5	16,1	17,0	8,8	52,2	15,2	36,0
	Jul	P	16 379	13,2	11,7	-9,3	-2,4	31,5	34,6	31,4	11,2	12,8	12,7	5,3	1,7	32,3	48,3	47,9
	Ago	P	12 874	27,8	19,6	2,9	33,4	29,1	38,1	28,3	23,4	19,4	25,4	48,6	25,7	61,8	69,1	38,7
	Sep	P	15 902	14,6	9,9	-4,2	3,0	21,7	6,8	22,8	10,8	10,2	12,5	29,1	13,6	49,3	35,7	48,8
	Oct	P	17 393	16,6	12,1	-6,2	26,7	23,4	9,0	24,5	16,8	15,2	15,3	26,0	13,0	29,9	10,9	31,9
	Nov	P	17 525	24,6	20,3	2,2	34,5	32,9	34,6	32,8	20,1	20,4	21,9	35,7	49,6	50,0	50,6	33,4
	Dic	P	15 956	16,8	13,6	2,3	-0,3	25,7	44,7	24,5	20,2	20,3	20,9	11,4	8,8	19,2	15,9	-53,3
11	Ene	P	15 955	32,0	24,7	13,8	58,0	28,3	16,1	29,0	25,3	24,2	30,8	62,9	22,2	38,4	60,5	-7,1
	Feb	P	17 137	22,5	14,8	8,9	18,8	18,3	70,3	16,2	19,9	18,3	21,4	56,9	39,3	60,7	51,5	-54,1
	Mar	P	19 645	18,0	10,7	10,5	39,4	6,6	12,8	6,3	13,4	9,8	16,9	33,4	2,1	29,1	12,6	31,0
	Abr	P	17 344	18,6	8,4	7,2	23,3	6,9	35,3	5,5	15,2	10,8	15,9	50,4	30,5	23,7	17,0	-3,5
	May	P	18 328	13,0	12,3	10,0	-13,2	19,4	17,4	19,5	10,8	7,0	13,3	19,0	25,7	25,4	44,0	10,3
	Jun	P	17 954	10,8	6,3	8,2	9,1	4,9	29,4	3,7	7,9	5,1	8,7	35,3	5,0	13,9	38,6	12,1

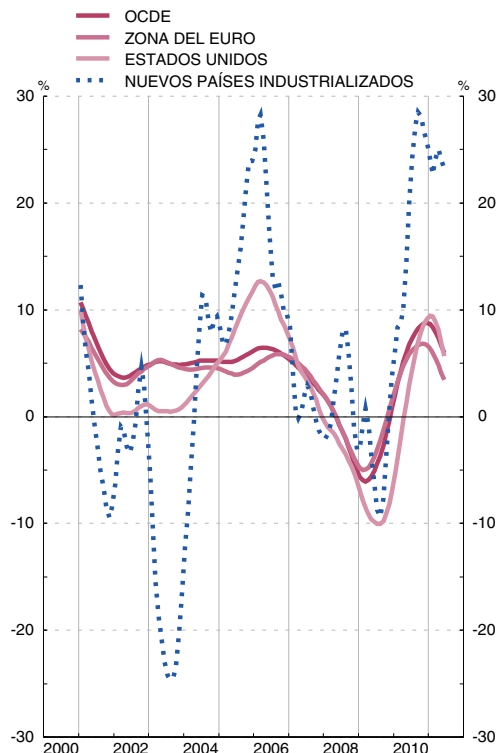
#### POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



#### POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 4 y 5.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

#### 7.4. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. IMPORTACIONES E INTRODUCCIONES

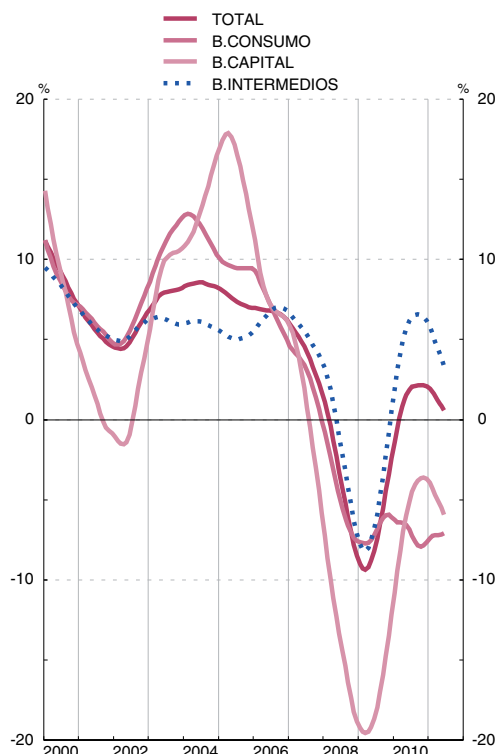
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

		Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)						Por áreas geográficas (series nominales)							
		Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados	
							Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:						
												Total	Estados Unidos					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16			
03		185 114	5,6	7,1	9,6	12,9	4,8	1,0	5,9	5,8	5,3	5,8	-4,8	-1,0	12,9	16,6	1,1	
04		208 411	12,6	9,9	13,5	14,4	7,3	10,6	6,4	9,9	10,0	11,3	9,3	17,9	7,9	26,8	14,6	
05		232 954	11,8	6,4	8,4	17,6	3,3	11,1	1,1	5,6	5,3	6,1	-0,1	40,8	29,3	37,3	11,2	
06		262 687	12,8	8,5	7,3	2,5	10,2	6,1	11,5	8,4	8,0	8,5	14,7	25,3	24,1	22,7	28,6	
07		285 038	8,5	7,6	5,8	10,8	7,8	4,0	8,9	10,5	11,0	9,8	16,4	-6,3	-6,8	28,7	-3,7	
08		283 388	-0,6	-4,5	-6,4	-14,3	-1,9	5,8	-3,9	-8,2	-8,8	-7,4	12,9	37,4	16,6	10,8	-16,1	
09		206 116	-27,3	-17,5	-12,1	-31,4	-17,5	-9,9	-20,0	-23,8	-25,6	-24,6	-25,1	-38,6	-31,1	-29,5	-31,6	
10	May	P	20 378	26,1	20,0	11,4	10,8	25,6	-0,2	35,1	19,3	10,1	19,9	17,2	19,3	64,3	52,6	8,4
	Jun	P	20 914	22,1	16,1	-1,7	17,7	24,8	12,0	28,9	12,1	9,9	13,3	10,1	56,9	41,1	44,1	26,7
	Jul	P	20 666	16,7	11,1	-11,3	16,2	22,0	5,7	27,8	9,1	10,5	11,3	49,5	39,3	35,1	44,2	-18,2
	Ago	P	17 334	18,8	6,9	-10,9	22,9	14,5	-0,0	20,7	8,2	7,8	7,9	21,8	30,4	57,5	41,8	4,0
	Sep	P	20 248	4,9	-1,2	-21,2	-4,2	9,7	1,1	12,2	-3,3	-1,9	-2,2	13,5	6,0	1,6	40,9	9,3
	Oct	P	21 093	12,0	3,7	-19,0	8,1	15,0	2,4	19,1	3,1	3,9	6,7	17,6	18,4	38,5	28,4	-5,6
	Nov	P	21 405	13,1	4,2	-12,8	12,1	11,5	4,7	13,6	4,2	2,9	6,1	17,2	14,3	69,3	26,7	9,9
	Dic	P	21 321	20,2	9,8	-8,8	-4,5	21,5	18,6	22,4	9,5	8,5	10,3	40,8	41,9	51,1	20,5	7,3
11	Ene	P	20 882	25,8	12,8	-2,1	21,1	17,4	22,6	15,7	15,4	15,0	18,2	32,9	39,8	49,6	22,4	-2,9
	Feb	P	20 387	16,2	5,5	-0,1	-1,9	8,4	1,5	10,4	11,0	13,6	12,3	36,4	26,8	19,8	9,6	8,1
	Mar	P	24 239	15,7	3,9	-1,2	-8,0	7,3	-6,0	11,0	13,6	15,5	14,2	19,9	3,4	4,2	-4,4	7,8
	Abr	P	21 306	8,5	-2,2	-8,0	-11,6	1,0	-1,3	1,7	2,2	2,2	2,8	21,4	1,8	68,5	0,7	-20,1
	May	P	21 738	6,7	2,6	-10,4	2,5	7,8	-3,5	10,9	2,0	5,6	3,0	-3,0	16,4	3,4	5,7	7,0
	Jun	P	21 878	4,6	-2,5	-7,7	-5,8	-0,3	2,5	-1,1	-4,0	-4,3	-2,7	11,9	-1,0	20,7	2,1	-8,4

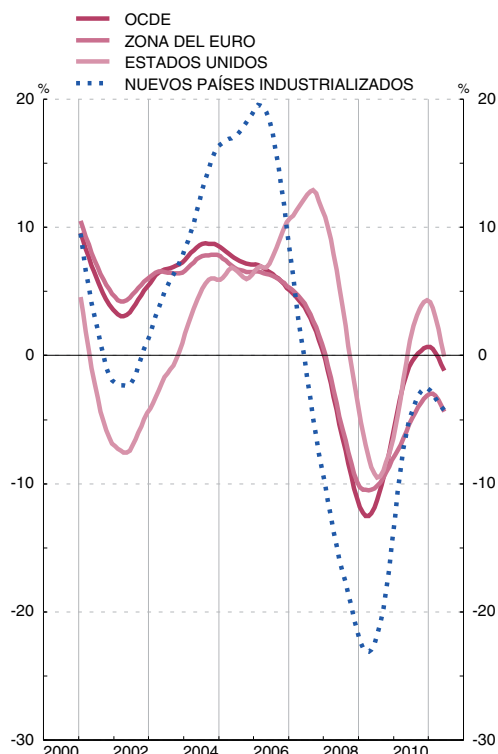
##### POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



##### POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 2 y 3.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

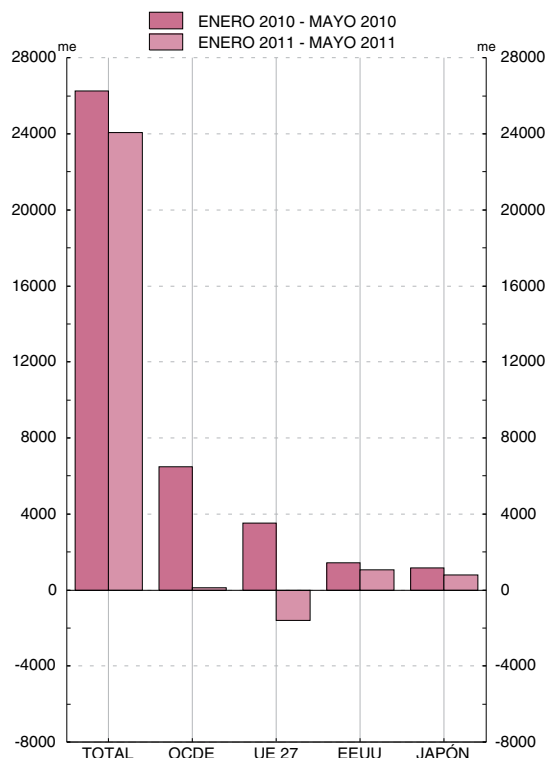


**7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO.  
DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL**

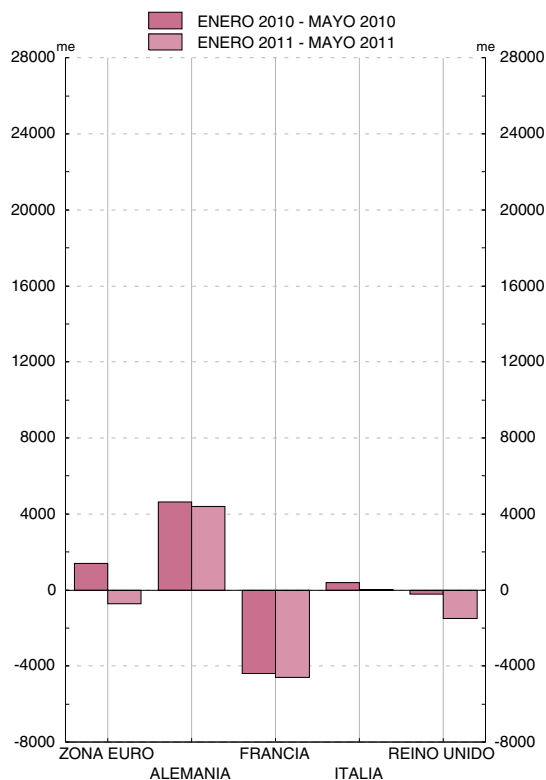
Millones de euros

	Total mundial	Unión Europea (UE 27)							OCDE				OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados	
		Total	Zona del Euro				Resto de la UE 27		Del cual:								
			Del cual:				Del cual:		Total	EEUU	Japón						
			Total	Alemania	Francia	Italia	Total	Reino Unido									
1	2=3+7	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15			
04		-61 486	-25 991	-25 267	-16 282	-3 353	-5 671	-724	472	-36 990	-1 692	-4 583	-8 325	-1 784	-7 369	-3 104	
05		-77 950	-30 703	-29 422	-16 749	-3 112	-6 938	-1 281	-210	-41 592	-1 092	-4 769	-12 938	-3 089	-10 182	-3 411	
06		-92 249	-33 547	-32 172	-18 689	-1 625	-7 184	-1 375	294	-45 357	-1 062	-4 652	-17 031	-3 316	-12 647	-4 564	
07		-100 015	-40 176	-38 176	-23 752	-214	-8 375	-2 000	133	-53 745	-2 555	-4 779	-14 682	-3 477	-16 366	-4 347	
08		-94 160	-26 262	-26 264	-19 612	3 019	-6 608	1	356	-39 284	-3 739	-3 663	-20 561	-4 971	-18 340	-3 296	
09		-46 227	-9 068	-6 762	-9 980	6 787	-1 847	-2 306	187	-15 547	-2 742	-1 958	-10 701	-2 641	-12 471	-1 532	
10	P	-52 283	-4 192	-1 241	-8 486	8 399	-398	-2 951	709	-9 822	-2 834	-2 048	-17 286	-4 162	-16 219	-1 244	
10	May	P	-4 165	-620	46	-652	757	78	-666	-119	-1 030	-229	-221	-1 252	-430	-1 257	-114
	Jun	P	-4 711	-728	-367	-859	753	-48	-361	114	-1 089	-225	-177	-1 599	-291	-1 330	-128
	Jul	P	-4 288	-258	-118	-760	567	-118	-140	240	-596	-151	-111	-1 610	-201	-1 551	-75
	Ago	P	-4 460	-510	-461	-553	156	8	-49	-18	-688	-106	-133	-1 457	-342	-1 503	-74
	Sep	P	-4 346	-134	68	-817	934	-10	-202	46	-404	-256	-179	-1 196	-408	-1 695	-102
	Oct	P	-3 700	422	404	-564	843	153	18	257	-388	-276	-148	-1 484	-246	-1 427	-87
	Nov	P	-3 880	314	483	-548	873	189	-170	64	-268	-261	-180	-1 174	-522	-1 355	-139
	Dic	P	-5 365	-513	-208	-600	630	-225	-305	-94	-982	-345	-150	-1 873	-472	-1 339	-122
11	Ene	P	-4 927	299	322	-374	591	50	-23	111	-116	-284	-134	-1 901	-398	-1 434	-131
	Feb	P	-3 250	413	362	-625	767	-79	51	230	150	-174	-168	-1 618	70	-1 209	-109
	Mar	P	-4 594	-300	-451	-1 091	741	-38	151	376	-568	-237	-181	-1 491	-419	-1 181	-216
	Abr	P	-3 962	240	-173	-866	743	-75	413	274	-200	-141	-118	-1 428	-822	-1 069	-107
	May	P	-3 410	338	174	-754	759	69	164	290	235	-100	-66	-1 410	-336	-1 250	-116
	Jun	P	-3 925	597	492	-699	1 003	40	105	207	395	-116	-114	-1 542	-391	-1 277	-78

**DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO**



**DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO**



FUENTE: ME.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 18, cuadros 3 y 5.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

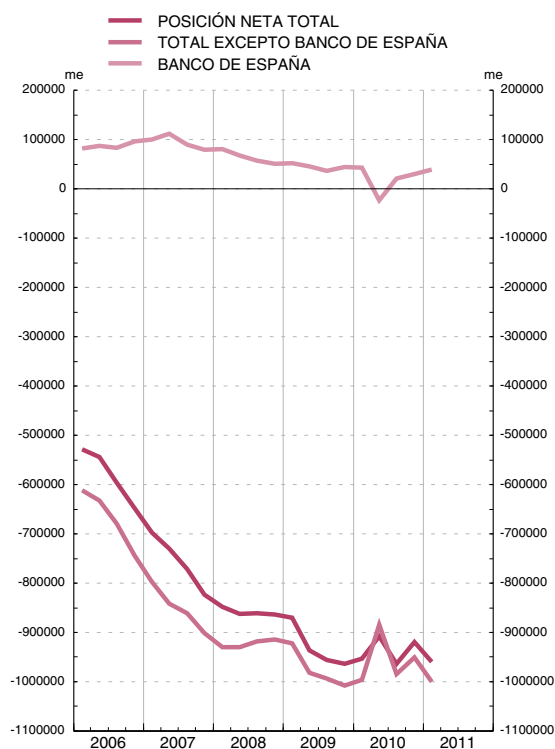
## 7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

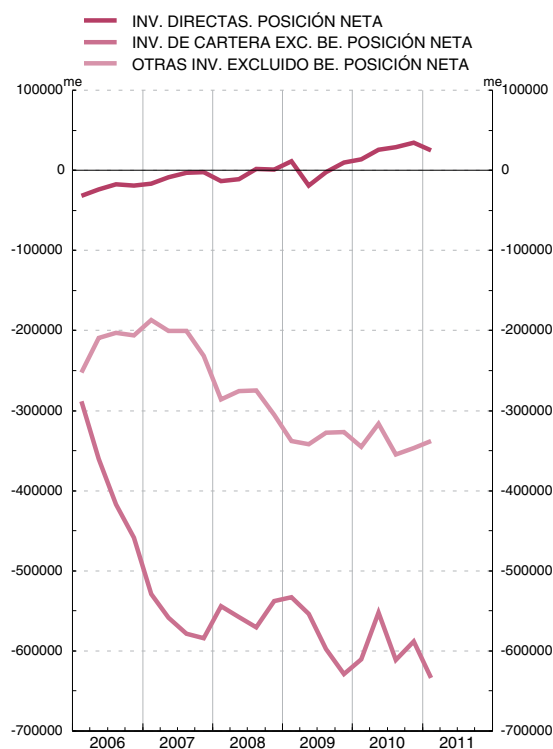
Saldos a fin de periodo en mm de euros

	Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España											Banco de España				
		Posición neta 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)	
			Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)						
1=	2=	3=4-5	4	5	6=7-8	7	8	9=10-11	10	11	12	13=	14	15	16		
2+13	3+6+9+12	4-5										14 a 16					
03	-354,3	-410,3	-93,9	175,0	268,9	-102,3	319,8	422,0	-214,2	204,0	418,1	...	56,1	21,2	18,3	16,6	
04	-436,4	-504,5	-91,9	207,2	299,1	-203,2	359,3	562,5	-209,4	222,2	431,6	...	68,1	14,5	31,9	21,7	
05	-505,5	-577,2	-67,1	258,9	326,0	-273,6	454,7	728,4	-236,5	268,2	504,7	...	71,7	14,6	17,1	40,1	
06	-648,2	-743,9	-19,3	331,1	350,4	-508,9	455,7	964,6	-206,1	324,9	530,9	-9,6	95,7	14,7	29,4	51,6	
07	-822,8	-901,7	-2,6	395,4	398,0	-648,5	438,4	1 086,9	-231,8	379,5	611,3	-18,8	78,9	12,9	1,1	64,9	
08 /	-848,7	-929,3	-13,6	393,3	406,9	-608,8	413,0	1 021,9	-286,1	381,2	667,4	-20,7	80,6	13,0	2,8	64,8	
II	-862,7	-929,9	-10,8	407,9	418,7	-620,2	393,9	1 014,1	-275,5	417,2	692,7	-23,4	67,2	12,7	-7,5	62,0	
III	-861,3	-918,4	1,7	422,6	420,9	-633,6	380,5	1 014,1	-274,8	423,1	697,9	-11,7	57,0	13,8	-19,6	62,8	
IV	-863,1	-914,0	1,3	424,4	423,2	-603,7	354,2	958,0	-305,1	386,6	691,8	-6,4	50,9	14,5	-30,6	67,0	
09 /	-870,4	-922,6	11,6	427,7	416,0	-596,6	342,1	938,7	-337,7	374,5	712,1	0,0	52,3	15,7	-27,4	64,0	
II	-937,0	-982,4	-18,8	438,7	457,4	-614,2	363,2	977,4	-342,1	370,6	712,8	-7,3	45,4	15,1	-30,5	60,7	
III	-956,1	-993,0	-2,2	446,0	448,2	-658,3	376,9	1 035,3	-327,5	365,1	692,6	-4,9	36,9	18,3	-42,6	61,2	
IV	-963,6	-1 007,7	9,4	450,2	440,7	-689,3	378,6	1 067,9	-326,9	370,5	697,4	-1,0	44,1	19,6	-36,4	60,9	
10 /	-953,2	-995,5	14,0	456,8	442,8	-670,2	385,7	1 055,9	-345,1	364,2	709,3	5,7	42,4	20,9	-38,5	60,0	
II	-907,6	-884,2	25,7	471,0	445,4	-605,4	358,7	964,1	-316,5	373,1	689,5	12,0	-23,4	24,4	-100,8	53,1	
III	-963,6	-983,8	29,2	480,8	451,6	-662,4	339,9	1 002,4	-354,8	355,2	710,1	4,3	20,2	22,6	-54,3	51,9	
IV	-919,8	-950,1	34,2	494,1	459,9	-640,1	318,4	958,4	-346,9	374,1	720,9	2,7	30,3	23,9	-46,1	52,5	
11 /	-960,0	-999,5	24,9	490,3	465,4	-685,2	308,1	993,4	-337,6	381,3	718,9	-1,5	39,5	23,2	-35,2	51,5	

### 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.

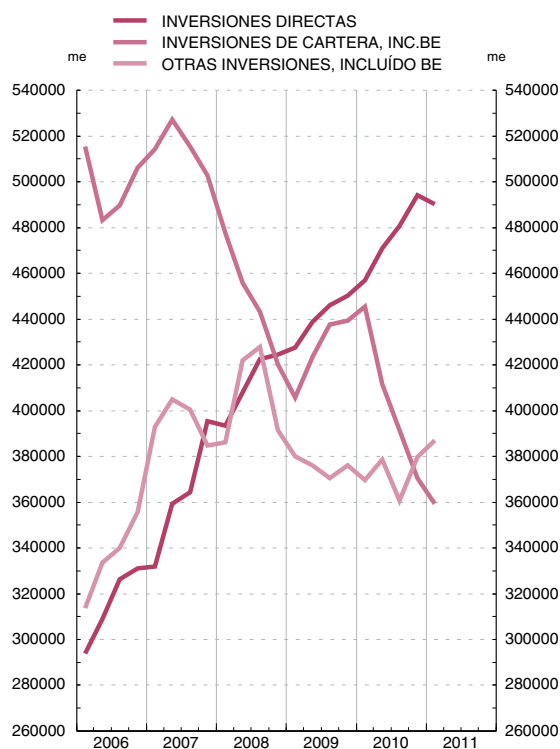
## 7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

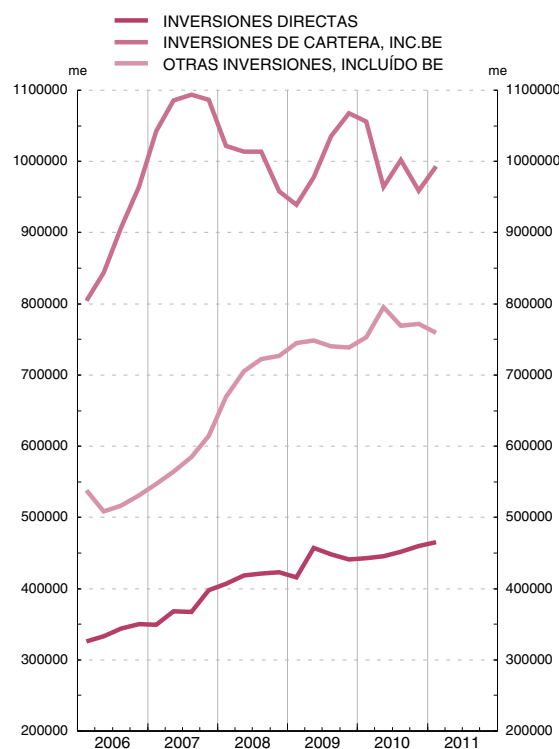
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	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				
03	160 519	14 477	207 096	61 828	62 677	273 344	147 878	274 166	222 670	418 202	-	-
04	189 622	17 627	231 649	67 501	78 053	302 067	183 211	379 279	254 992	431 651	-	-
05	236 769	22 133	250 641	75 322	104 157	388 472	197 347	531 035	287 551	504 831	-	-
06	307 902	23 206	271 313	79 125	133 193	373 001	245 683	718 897	355 621	531 211	32 973	42 569
07	368 306	27 086	307 278	90 696	132 955	369 758	282 331	804 609	384 714	614 829	44 642	63 487
08 /	366 644	26 665	322 519	84 422	103 988	373 584	235 984	785 876	386 186	669 225	53 297	74 001
II	380 219	27 659	329 774	88 933	97 307	358 629	216 631	797 428	421 982	704 984	58 579	82 016
III	391 877	30 743	323 994	96 913	82 732	360 523	200 218	813 893	427 889	722 208	70 066	81 757
IV	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 /	395 386	32 267	312 847	103 173	54 989	350 665	142 151	796 597	379 932	744 633	111 670	111 538
II	407 942	30 719	337 118	120 320	62 698	360 773	177 670	799 699	376 070	748 364	92 879	100 032
III	418 328	27 720	330 958	117 282	74 037	363 555	218 943	816 315	370 541	740 153	85 194	90 098
IV	425 084	25 085	329 732	110 993	81 229	357 947	222 620	845 284	375 979	738 793	77 449	78 498
10 /	431 647	25 186	333 499	109 340	91 998	353 521	199 350	856 507	369 680	752 992	93 867	88 286
II	443 747	27 272	336 151	109 199	90 402	321 202	170 376	793 757	378 500	795 416	118 304	106 522
III	450 652	30 140	341 142	110 452	91 872	299 516	195 646	806 723	360 672	769 535	121 434	117 049
IV	463 012	31 046	347 166	112 701	95 466	275 058	182 815	775 629	379 640	772 251	95 116	92 459
11 /	459 391	30 916	355 554	109 830	96 115	263 316	206 217	787 163	386 873	759 561	80 724	82 170

### INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



### INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

a. Véase la nota b al cuadro 17.21 del Boletín Estadístico.

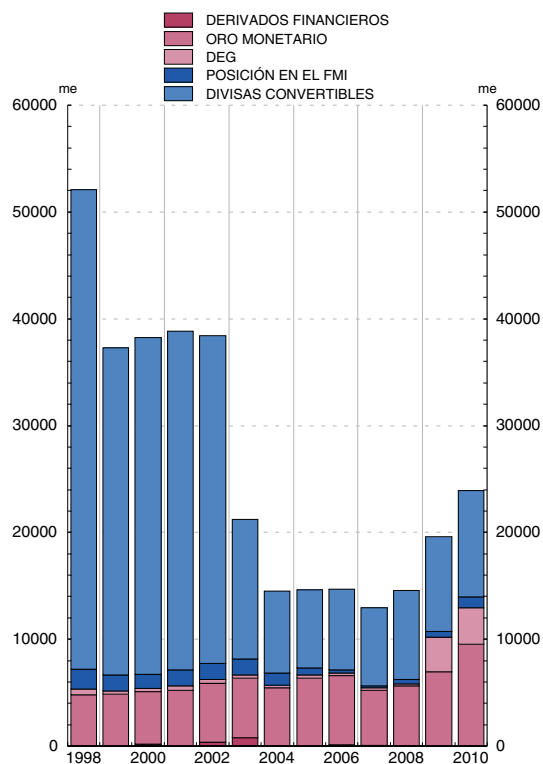
## 7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

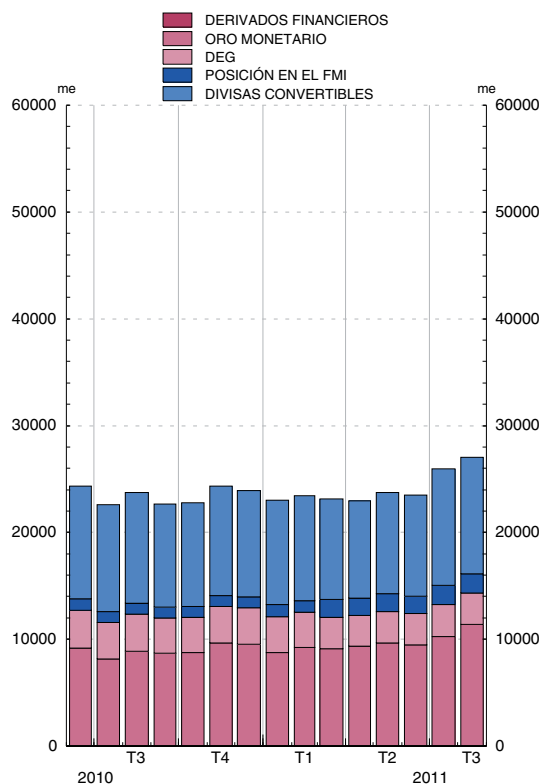
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Millones de onzas troy
	1	2	3	4	5	6	7
<b>05</b>	14 601	7 306	636	281	6 400	-21	14,7
<b>06</b>	14 685	7 533	303	254	6 467	127	13,4
<b>07</b>	12 946	7 285	218	252	5 145	46	9,1
<b>08</b>	14 546	8 292	467	160	5 627	-	9,1
<b>09</b>	19 578	8 876	541	3 222	6 938	-	9,1
<b>10</b>							
Mar	20 918	9 473	661	3 332	7 452	-	9,1
Abr	21 657	9 627	644	3 352	8 034	-	9,1
May	23 870	10 444	1 078	3 509	8 839	-	9,1
Jun	24 353	10 555	1 091	3 537	9 169	-	9,1
Jul	22 626	10 029	1 055	3 412	8 130	-	9,1
Ago	23 717	10 368	1 018	3 466	8 865	-	9,1
Sep	22 641	9 629	995	3 320	8 697	-	9,1
Oct	22 754	9 696	990	3 302	8 766	-	9,1
Nov	24 351	10 279	1 024	3 416	9 632	-	9,1
Dic	23 905	9 958	995	3 396	9 555	-	9,1
<b>11</b>							
Ene	23 034	9 769	1 158	3 345	8 762	-	9,1
Feb	23 410	9 812	1 040	3 322	9 235	-	9,1
Mar	23 159	9 439	1 643	2 957	9 119	-	9,1
Abr	22 965	9 102	1 606	2 891	9 365	-	9,1
May	23 734	9 452	1 676	2 943	9 664	-	9,1
Jun	23 471	9 420	1 667	2 938	9 447	-	9,1
Jul	25 955	10 908	1 809	2 979	10 259	-	9,1
Ago	27 004	10 878	1 796	2 958	11 373	-	9,1

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

	Total deuda externa	Administraciones Públicas						Otras instituciones financieras monetarias				
		Total	Corto plazo		Largo plazo			Total	Corto plazo		Largo plazo	
			Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obliga- ciones	Préstamos	Créditos comerciales		Instrumentos del mercado monetario	Depósitos	Bonos y obliga- ciones	Depósitos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
07 /	1 462 506	219 394	4 901	40	195 781	18 672	-	658 096	11 331	295 528	252 211	99 027
II	1 523 843	215 134	5 446	443	190 503	18 742	-	684 742	11 316	294 402	269 682	109 341
III	1 542 085	207 145	4 820	1 329	182 455	18 541	-	707 016	15 079	308 889	273 907	109 140
IV	1 563 730	197 835	4 653	878	173 266	19 038	-	724 116	21 248	327 391	261 177	114 300
08 /	1 596 725	200 163	6 329	558	173 668	19 607	-	768 529	20 424	380 522	256 302	111 281
II	1 651 445	202 260	5 594	162	177 009	19 495	-	794 086	22 729	399 932	258 374	113 051
III	1 690 245	217 747	9 722	494	187 624	19 907	-	792 491	21 269	400 051	258 393	112 778
IV	1 672 021	233 755	12 480	2 099	198 366	20 810	-	766 311	12 224	400 691	249 210	104 187
09 /	1 699 828	242 673	15 801	480	204 677	21 716	-	783 924	15 149	411 446	248 633	108 696
II	1 728 579	256 256	21 125	978	211 334	22 819	-	785 982	14 200	409 692	251 728	110 363
III	1 738 278	275 266	31 005	709	219 370	24 182	-	769 833	14 217	391 123	256 821	107 671
IV	1 762 752	299 201	44 479	532	229 558	24 632	-	782 741	14 873	384 509	260 201	123 157
10 /	1 793 981	318 190	51 915	117	240 354	25 804	-	790 665	16 642	399 817	257 133	117 073
II	1 774 382	292 966	39 746	195	225 671	27 354	-	743 171	12 157	378 888	240 537	111 589
III	1 759 128	303 146	39 461	934	234 755	27 997	-	758 911	10 926	396 110	243 702	108 173
IV	1 732 416	290 203	36 687	979	223 177	29 361	-	761 172	9 906	425 112	239 582	86 572
11 /	1 729 009	306 951	34 674	488	241 816	29 973	-	761 218	10 333	391 762	240 483	118 640

# 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	Total	Corto plazo			Largo plazo				Total	Frente a:		
		Depósitos		Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Otros pasivos		Inversores directos	Afiliadas	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
07 /	322	322	456 149	5 303	21 653	550	317 258	109 572	334	1 479	128 544	50 040	78 504	
II	423	423	482 312	5 418	27 035	1 066	336 291	110 523	331	1 647	141 233	50 464	90 769	
III	277	277	494 727	2 553	22 020	854	345 252	122 021	339	1 688	132 920	52 206	80 714	
IV	3 550	3 550	493 937	701	20 981	314	343 564	126 473	331	1 573	144 292	55 165	89 128	
08 /	1 855	1 855	484 555	927	22 022	473	328 226	130 418	358	2 132	141 624	56 104	85 520	
II	12 326	12 326	493 741	6 217	22 786	1 465	327 505	133 364	355	2 047	149 032	61 350	87 683	
III	24 276	24 276	501 587	18 093	25 024	1 342	318 792	136 110	362	1 865	154 144	62 559	91 585	
IV	35 233	35 233	479 500	13 329	22 307	2 668	302 204	136 854	361	1 777	157 223	65 142	92 080	
09 /	32 491	32 491	482 143	20 122	17 966	3 275	292 216	145 886	393	2 285	158 598	69 841	88 757	
II	35 596	35 596	470 228	18 969	16 003	2 416	282 343	147 551	385	2 561	180 517	90 520	89 997	
III	47 538	47 538	463 831	13 249	14 997	2 322	281 652	148 499	419	2 694	181 811	89 667	92 144	
IV	41 400	41 400	460 736	17 935	12 676	2 052	278 237	146 591	419	2 825	178 675	73 654	105 022	
10 /	43 673	43 673	456 971	14 634	13 529	2 895	275 829	146 110	424	3 550	184 482	68 935	115 547	
II	105 881	105 881	447 155	12 714	16 296	4 033	262 932	146 801	431	3 949	185 209	66 389	118 820	
III	59 477	59 477	454 723	14 042	15 906	4 337	263 837	152 041	421	4 139	182 871	66 278	116 592	
IV	51 323	51 323	445 182	12 163	16 689	3 549	254 114	154 108	422	4 138	184 536	66 604	117 932	
11 /	40 665	40 665	437 890	11 785	17 899	3 086	248 073	152 494	415	4 138	182 285	66 878	115 406	

FUENTE: BE.

a. Véase la nota b al cuadro 17.21 del Boletín Estadístico.

# 8.1.a BALANCE DEL EUROSISTEMA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto en euros							Contrapartidas					
Total	Operaciones de mercado abierto					Facilidades permanentes		Factores autónomos					Reservas mantenidas por entidades de crédito
	Operac. principales de financiación (inyección)	Operac. de financiación a l/p (inyección)	Operac. de ajuste (neto)	Operac. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)		
	1=2+3+4 +5+6-7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11-12	9	10	11	12	
10 Mar	521 898	79 925	644 676	-12 804	-	500	190 400	303 560	788 465	109 183	429 090	164 999	218 338
Abr	518 251	72 798	663 740	-13 286	-	183	205 184	306 870	795 902	117 289	457 309	149 012	211 381
May	518 635	97 546	692 289	-24 199	-	1 178	248 178	293 449	803 187	117 440	461 565	165 612	225 187
Jun	496 616	129 940	713 202	-58 607	-	304	288 223	275 553	808 910	133 527	463 359	203 525	221 063
Jul	447 504	197 804	418 108	-43 633	-	261	125 035	245 431	817 565	103 637	543 196	132 575	202 074
Ago	428 464	156 847	436 311	-69 674	-	569	95 589	220 146	817 554	81 380	543 363	135 425	208 318
Sep	447 722	154 228	432 260	-67 794	-	547	71 520	223 098	813 964	97 492	543 285	145 074	224 624
Oct	400 207	184 986	327 455	-64 198	-	662	48 697	202 036	813 259	95 670	511 143	195 750	198 171
Nov	409 030	179 522	338 925	-68 984	-	1 776	42 207	193 808	813 937	91 614	511 275	200 469	215 222
Dic	404 267	194 560	333 046	-69 023	-	819	55 135	175 471	832 289	82 373	512 369	226 822	228 797
11 Ene	349 323	184 834	303 292	-78 160	-	65	60 707	166 234	827 363	94 746	548 751	207 124	183 089
Feb	374 289	159 033	323 186	-82 463	-	6 539	32 007	149 313	820 280	89 194	549 375	210 786	224 976
Mar	338 910	106 478	336 508	-81 557	-	1 478	23 997	128 374	822 946	81 378	552 327	223 623	210 536
Abr	320 481	96 912	322 853	-79 647	-	378	20 016	118 868	831 108	64 758	526 450	250 548	201 613
May	334 784	121 578	315 687	-78 717	-	252	24 016	117 883	833 005	53 806	526 287	242 641	216 902
Jun	356 966	134 617	315 438	-76 028	-	158	17 219	142 772	842 535	75 422	528 083	247 102	214 194
Jul	354 135	155 735	314 193	-77 563	-	123	38 354	144 792	851 836	74 499	541 021	240 522	209 343
Ago	326 635	152 276	371 089	-94 833	-	467	102 365	109 727	854 163	56 888	540 662	260 663	216 908

# 8.1.b BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto en euros							Contrapartidas								
Total	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Posición intrasistema		Factores autónomos					Reservas mantenidas por entidades de crédito		
	Oper. principales de financ. (inyección)	Oper. de financiación a l/p (inyección)	Oper. de ajuste (neto)	Oper. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Target	Resto	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)			
14=15+16+17+18+19-20	15	16	17	18	19	20	21	22	23=24+25-26-27	24	25	26	27	28		
10 Mar	81 881	1 504	88 688	-759	-	0	7 552	47 978	-5 447	13 216	76 922	30 454	16 266	77 895	26 134	
Abr	74 603	1 351	89 436	-861	-	-	15 323	41 475	-5 447	12 505	76 714	30 938	17 390	77 757	26 070	
May	85 618	7 984	97 566	-1 785	-	2	18 150	53 407	-5 447	10 853	76 313	30 862	17 638	78 683	26 805	
Jun	126 300	30 119	106 371	-607	-	55	9 638	92 411	-5 447	13 914	76 968	31 662	17 802	76 914	26 422	
Jul	130 209	31 057	108 960	-305	-	-	9 503	102 620	-5 447	8 311	78 104	21 305	20 533	70 565	24 725	
Ago	109 793	15 500	110 128	-5 902	-	-	9 933	88 651	-5 447	3 398	77 088	17 100	20 528	70 262	23 191	
Sep	97 682	7 334	104 423	-5 454	-	-	8 620	77 026	-5 447	-368	75 443	15 414	20 479	70 746	26 471	
Oct	67 947	13 512	57 773	662	-	1	4 002	49 480	-5 447	-170	74 449	18 195	19 186	73 628	24 084	
Nov	61 138	13 352	51 105	-235	-	-	3 084	42 571	-5 447	-520	73 297	20 212	19 224	74 805	24 534	
Dic	66 986	22 197	47 538	241	-	-	2 990	50 767	-5 465	-6 565	75 356	14 283	19 258	76 945	28 249	
11 Ene	53 120	17 882	39 237	-872	-	4	3 131	51 551	-5 585	-14 331	74 555	8 039	20 445	76 480	21 486	
Feb	49 177	14 803	36 141	-494	-	-	1 273	43 382	-5 585	-14 067	73 006	10 280	20 545	76 807	25 447	
Mar	40 992	9 090	34 734	-1 492	-	-	1 340	40 606	-5 585	-18 751	72 689	7 193	20 785	77 848	24 721	
Abr	42 077	10 830	32 991	-694	-	-	1 050	43 621	-5 585	-18 710	73 096	6 828	19 781	78 852	22 751	
May	53 047	18 422	39 430	-574	-	0	4 231	50 085	-5 585	-17 056	71 609	8 699	19 822	77 543	25 604	
Jun	47 455	11 506	37 949	-449	-	40	1 591	47 536	-5 585	-17 940	71 283	9 185	19 886	78 522	23 444	
Jul	52 053	21 686	35 678	-206	-	74	5 179	53 344	-5 585	-20 478	71 836	6 329	21 185	77 459	24 772	
Ago	69 918	36 767	44 840	-435	-	51	11 304	69 880	-5 585	-18 545	70 845	11 743	21 543	79 590	24 169	

FUENTES: BCE para el cuadro 8.1.a y BE para el cuadro 8.1.b.

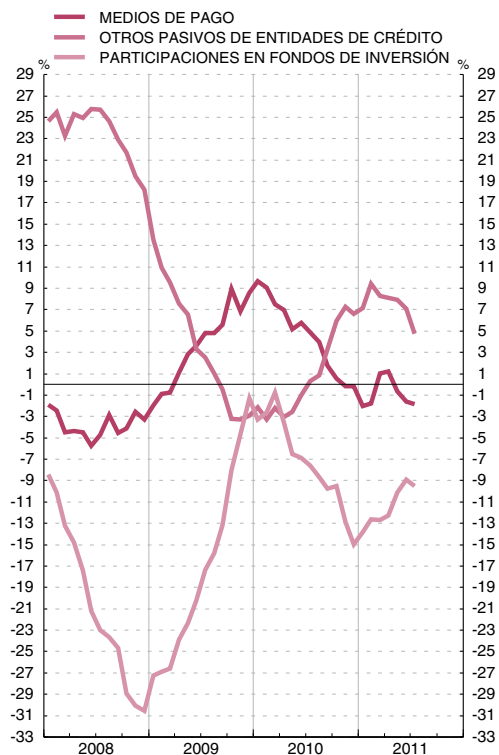
## 8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

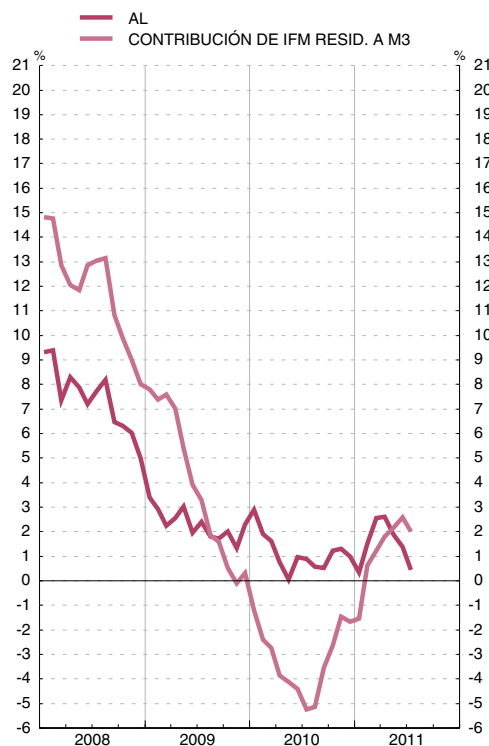
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión				Pro memoria	
	Saldos	1 T 12	T 1/12		Saldos	1 T 12	T 1/12			Saldos	1 T 12	T 1/12		T 1/12	
			Efec- tivo	Depó- sitos (b)			Otros depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de en- tidades de cré- dito	Depó- sitos en su- curs- ales en exter- rior			Renta fija en euros (d)	Resto	AL (e)	Contri- bución de IFM resid. a M3
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
08	479 495	-3,3	0,5	-4,2	546 926	18,2	24,3	-19,1	-8,9	148 107	-30,6	-16,7	-41,3	5,0	8,0
09	520 512	8,6	0,6	10,6	530 785	-3,0	-1,3	-12,0	-39,8	146 214	-1,3	0,5	-3,2	2,3	0,3
10	519 551	-0,2	-0,3	-0,1	565 986	6,6	6,4	14,1	-22,2	124 357	-14,9	-29,5	1,6	1,0	-1,7
10 Abr	506 816	7,0	-0,4	8,9	526 239	-3,0	-1,8	-11,9	-30,2	142 177	-3,6	-10,4	4,5	0,7	-3,9
May	513 534	5,2	0,3	6,4	530 108	-2,6	-0,1	-20,8	-40,7	137 385	-6,5	-13,2	1,4	0,1	-4,1
Jun	532 191	5,8	0,8	7,0	535 883	-1,0	1,4	-21,3	-22,1	133 721	-6,9	-16,4	4,2	1,0	-4,4
Jul	524 832	4,9	0,8	5,9	544 176	0,3	2,7	-18,5	-30,8	133 385	-7,6	-20,8	8,1	0,9	-5,2
Ago	518 585	4,0	0,7	4,8	546 485	0,9	2,7	-13,3	-29,3	132 909	-8,7	-22,6	8,1	0,6	-5,1
Sep	511 873	1,7	0,7	2,0	553 915	3,3	4,9	-6,7	-36,3	131 280	-9,7	-25,6	9,9	0,5	-3,5
Oct	507 466	0,6	0,1	0,7	557 758	6,0	7,2	-0,8	-33,3	130 626	-9,5	-26,1	10,7	1,2	-2,6
Nov	505 196	-0,2	-0,4	-0,1	563 437	7,2	7,5	10,0	-24,9	125 886	-12,9	-28,6	6,2	1,3	-1,5
Dic	519 551	-0,2	-0,3	-0,1	565 986	6,6	6,4	14,1	-22,2	124 357	-14,9	-29,5	1,6	1,0	-1,7
11 Ene	505 825	-2,0	-0,3	-2,4	565 339	7,2	7,1	12,1	-20,5	124 909	-13,8	-30,5	5,2	0,3	-1,5
Feb	507 403	-1,8	-0,4	-2,1	571 131	9,4	8,8	19,7	-11,5	125 719	-12,6	-30,6	7,1	1,5	0,6
Mar	515 642	1,0	-1,2	1,6	571 695	8,3	7,5	19,6	1,8	125 307	-12,7	-28,5	3,7	2,5	1,2
Abr	513 088	1,2	-0,9	1,7	568 851	8,1	7,9	14,6	-16,1	124 736	-12,3	-28,0	3,9	2,6	1,8
May	510 299	-0,6	-2,5	-0,2	572 063	7,9	7,4	15,6	0,5	123 511	-10,1	-25,8	5,7	1,9	2,2
Jun	523 633	-1,6	-3,3	-1,2	573 846	7,1	7,0	11,1	-13,4	121 791	-8,9	-20,9	2,4	1,4	2,6
Jul	515 258	-1,8	-4,3	-1,3	570 009	4,7	4,6	8,8	-11,6	120 687	-9,5	-18,2	-1,9	0,4	2,0

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.

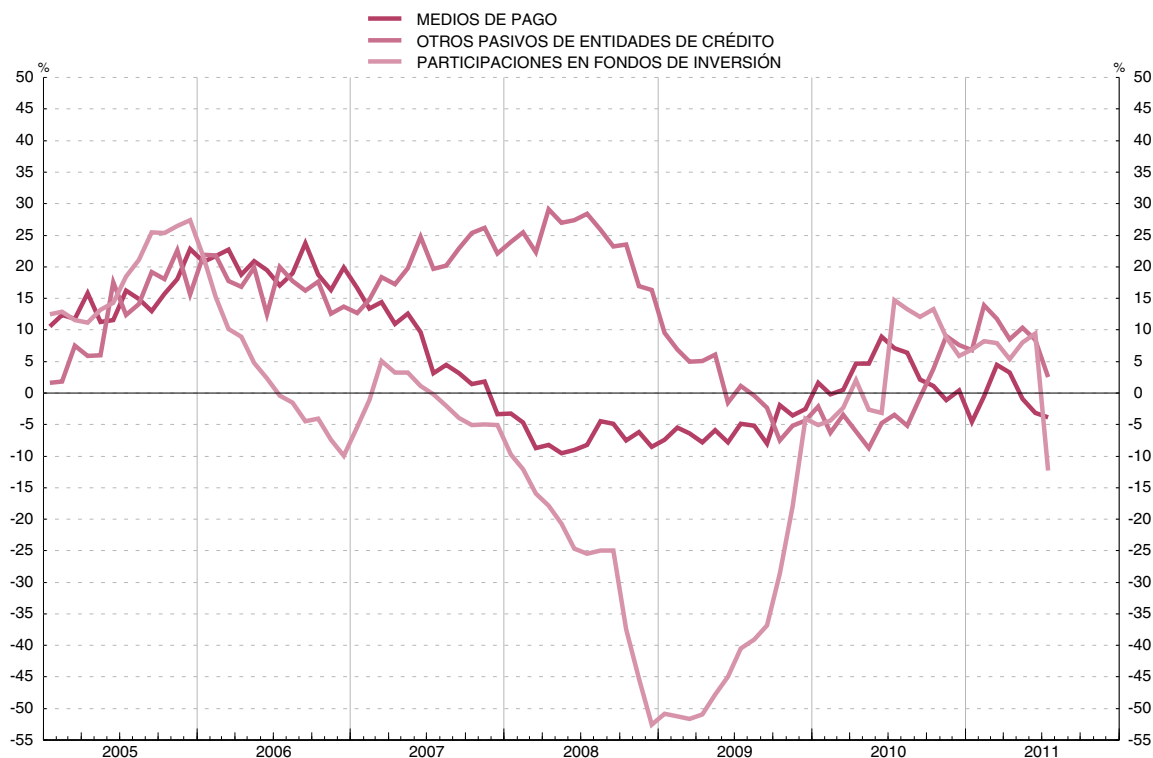
### 8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ 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
<b>08</b>	121 783	-8,6	118 246	16,3	25,1	-0,3	11 959	-52,5	-42,7	-60,1
<b>09</b>	118 631	-2,6	113 110	-4,3	9,2	-36,7	11 475	-4,0	-6,4	-1,4
<b>10</b>	119 142	0,4	121 733	7,6	6,1	14,1	12 153	5,9	-9,4	22,1
<b>10 Abr</b>	114 114	4,6	108 420	-6,1	4,0	-35,1	11 585	2,0	-2,4	6,9
<b>May</b>	118 963	4,7	108 300	-8,7	3,4	-42,4	11 195	-2,7	-8,3	3,8
<b>Jun</b>	125 313	8,9	111 092	-4,8	5,9	-36,0	10 897	-3,1	-11,8	6,7
<b>Jul</b>	120 072	7,1	113 354	-3,5	6,9	-35,0	13 472	14,7	-1,4	33,7
<b>Ago</b>	121 405	6,4	112 276	-5,2	2,5	-29,5	13 424	13,3	-3,7	33,6
<b>Sep</b>	118 151	2,1	116 065	-0,8	5,8	-22,1	13 259	12,1	-7,3	36,0
<b>Oct</b>	115 037	1,1	116 557	3,8	8,6	-13,3	12 766	13,3	-4,2	33,0
<b>Nov</b>	115 219	-1,2	121 148	9,1	9,6	7,1	12 302	8,8	-7,9	27,6
<b>Dic</b>	119 142	0,4	121 733	7,6	6,1	14,1	12 153	5,9	-9,4	22,1
<b>11 Ene</b>	112 151	-4,6	116 570	6,8	5,4	13,0	12 228	6,9	-11,3	26,2
<b>Feb</b>	116 384	-0,5	119 121	13,9	10,1	32,0	12 307	8,2	-11,5	28,5
<b>Mar</b>	120 811	4,4	120 759	11,8	7,3	34,0	12 267	7,9	-9,1	24,5
<b>Abr</b>	117 865	3,3	117 652	8,5	5,2	23,7	12 211	5,4	-13,4	24,6
<b>May</b>	117 839	-0,9	119 557	10,4	5,9	33,0	12 091	8,0	-10,7	26,8
<b>Jun</b>	121 412	-3,1	120 490	8,5	5,0	25,0	11 923	9,4	-5,0	22,9
<b>Jul</b>	115 481	-3,8	116 171	2,5	-1,5	22,3	11 814	-12,3	-20,9	-4,8

#### SOCIEDADES NO FINANCIERAS Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Efectivo, cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.



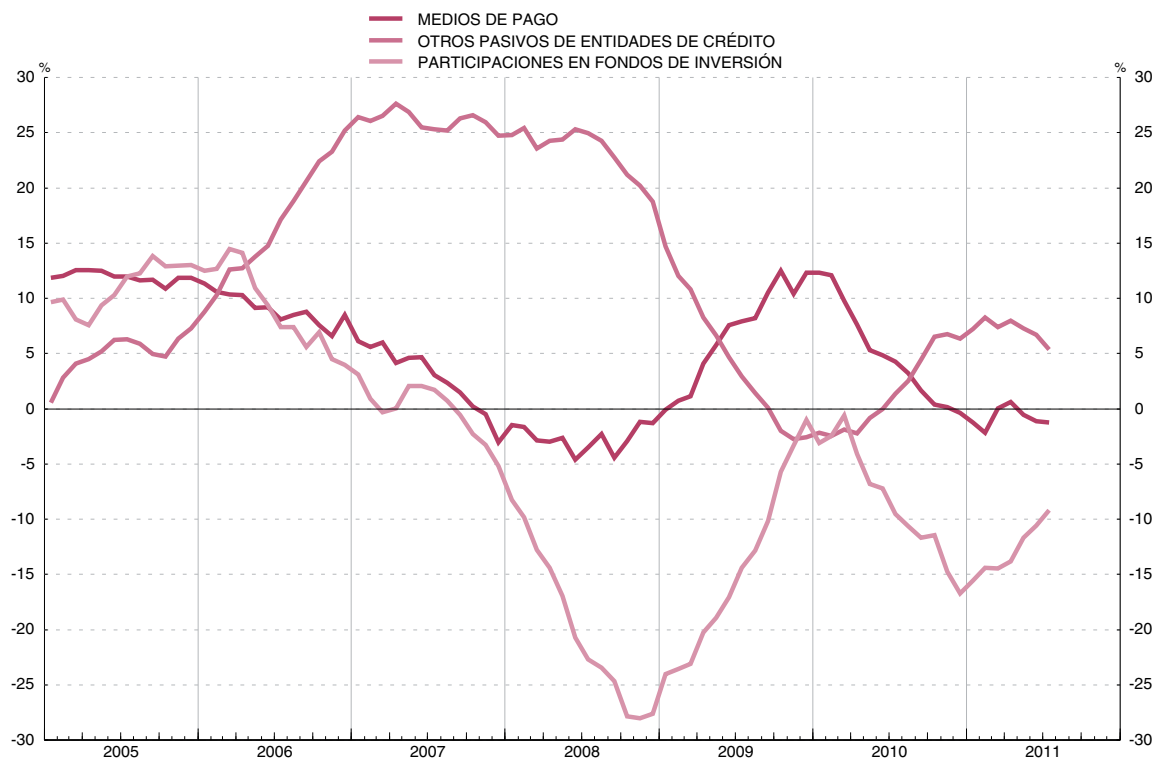
#### 8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual	
			Efec-tivo	Depó-sitos a la vista (b)			Otros depó-sitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>08</b>	357 712	-1,3	3,1	-2,7	428 680	18,7	24,2	-35,5	136 148	-27,6	-13,3	-38,7
<b>09</b>	401 881	12,3	3,5	15,3	417 675	-2,6	-3,5	14,6	134 738	-1,0	1,1	-3,4
<b>10</b>	400 409	-0,4	0,2	-0,5	444 253	6,4	6,5	4,6	112 204	-16,7	-31,1	-0,2
<b>10 Abr</b>	392 702	7,7	1,6	9,6	417 818	-2,2	-3,0	11,0	130 592	-4,1	-11,0	4,3
<b>May</b>	394 571	5,3	2,2	6,3	421 807	-0,9	-0,9	-1,0	126 190	-6,8	-13,6	1,2
<b>Jun</b>	406 878	4,9	2,5	5,6	424 791	-0,0	0,4	-5,9	122 824	-7,2	-16,7	4,0
<b>Jul</b>	404 761	4,2	2,3	4,9	430 822	1,4	1,8	-4,2	119 913	-9,5	-22,5	5,9
<b>Ago</b>	397 180	3,2	2,0	3,6	434 208	2,5	2,8	-0,7	119 485	-10,6	-24,3	5,8
<b>Sep</b>	393 722	1,6	1,8	1,6	437 851	4,4	4,7	0,6	118 021	-11,7	-27,2	7,6
<b>Oct</b>	392 429	0,4	1,0	0,2	441 202	6,6	6,9	1,9	117 860	-11,5	-27,8	8,7
<b>Nov</b>	389 977	0,1	0,3	0,1	442 289	6,7	7,0	3,1	113 584	-14,7	-30,3	4,3
<b>Dic</b>	400 409	-0,4	0,2	-0,5	444 253	6,4	6,5	4,6	112 204	-16,7	-31,1	-0,2
<b>11 Ene</b>	393 674	-1,3	0,2	-1,7	448 769	7,2	7,5	3,2	112 681	-15,6	-32,1	3,3
<b>Feb</b>	391 019	-2,2	0,2	-2,9	452 010	8,3	8,6	3,9	113 412	-14,4	-32,1	5,2
<b>Mar</b>	394 832	0,0	-0,6	0,3	450 936	7,4	7,5	5,3	113 040	-14,5	-30,1	1,9
<b>Abr</b>	395 223	0,6	-0,4	1,0	451 199	8,0	8,5	0,9	112 525	-13,8	-29,3	2,0
<b>May</b>	392 460	-0,5	-2,1	-0,1	452 506	7,3	7,7	0,6	111 420	-11,7	-27,1	3,8
<b>Jun</b>	402 221	-1,1	-2,9	-0,6	453 355	6,7	7,4	-3,9	109 868	-10,5	-22,4	0,6
<b>Jul</b>	399 777	-1,2	-3,9	-0,4	453 838	5,3	6,0	-4,7	108 872	-9,2	-17,9	-1,6

#### 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.

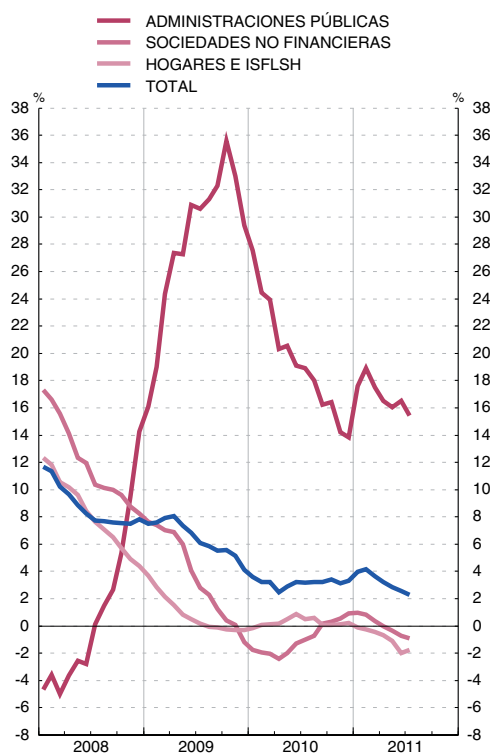
## 8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

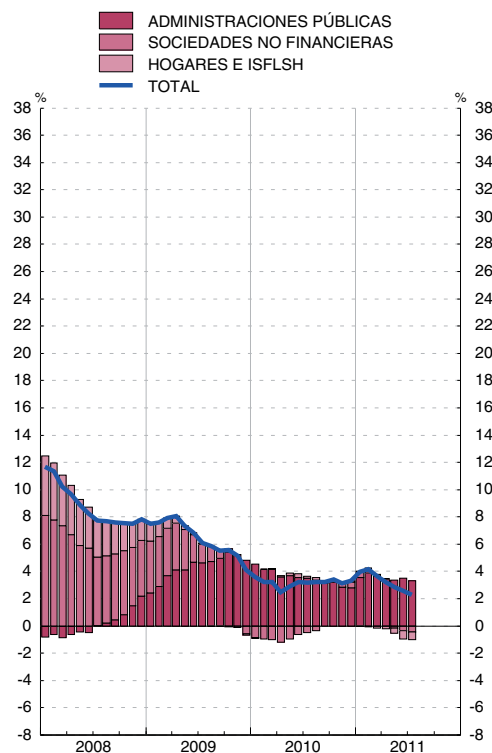
Millones de euros y porcentajes

	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 crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior	Sociedades no financieras		Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
08	2 656 195	193 030	7,8	14,3	6,6	8,2	4,4	5,6	12,1	12,4	2,2	5,6	4,1	1,6	4,0	0,2	1,4
09	2 772 380	109 814	4,1	29,4	-0,8	-1,2	-0,3	-2,0	36,2	1,1	4,8	-0,7	-0,6	-0,1	-1,4	0,6	0,1
10	2 853 502	91 838	3,3	13,8	0,6	0,9	0,2	-0,4	14,6	3,9	2,8	0,5	0,4	0,1	-0,3	0,3	0,5
10 Abr	2 790 417	4 680	2,5	20,3	-1,4	-2,4	0,2	-2,3	39,2	-1,5	3,6	-1,1	-1,2	0,1	-1,6	0,7	-0,2
May	2 804 608	12 708	2,9	20,5	-1,0	-2,0	0,5	-2,0	42,4	-1,2	3,7	-0,8	-1,0	0,2	-1,4	0,7	-0,1
Jun	2 828 898	24 833	3,2	19,1	-0,4	-1,3	0,9	-1,0	43,1	-2,7	3,5	-0,3	-0,6	0,3	-0,7	0,7	-0,3
Jul	2 825 391	-2 437	3,2	18,9	-0,4	-1,0	0,5	-1,0	25,8	-1,0	3,5	-0,3	-0,5	0,2	-0,7	0,5	-0,1
Ago	2 818 120	-7 105	3,2	18,0	-0,2	-0,7	0,6	-0,8	26,6	-0,9	3,4	-0,2	-0,3	0,2	-0,5	0,5	-0,1
Sep	2 828 859	18 392	3,2	16,2	0,1	0,2	0,1	-0,7	28,2	0,3	3,1	0,1	0,1	0,0	-0,4	0,5	0,0
Oct	2 843 899	16 761	3,4	16,4	0,2	0,3	0,1	-0,6	26,5	0,7	3,2	0,2	0,1	0,0	-0,4	0,5	0,1
Nov	2 860 090	14 130	3,2	14,2	0,4	0,6	0,1	-0,4	18,1	1,5	2,9	0,3	0,3	0,0	-0,2	0,4	0,2
Dic	2 853 502	-702	3,3	13,8	0,6	0,9	0,2	-0,4	14,6	3,9	2,8	0,5	0,4	0,1	-0,3	0,3	0,5
11 Ene	2 858 626	5 036	4,0	17,6	0,5	1,0	-0,1	-0,5	11,5	4,1	3,6	0,4	0,5	-0,0	-0,3	0,2	0,5
Feb	2 868 408	11 016	4,2	18,9	0,4	0,8	-0,3	-0,9	14,8	4,9	3,9	0,3	0,4	-0,1	-0,6	0,3	0,6
Mar	2 870 842	4 657	3,7	17,5	0,0	0,3	-0,5	-1,0	10,2	3,8	3,7	0,0	0,2	-0,1	-0,7	0,2	0,5
Abr	P 2 861 708	-7 147	3,2	16,5	-0,3	0,0	-0,7	-1,2	4,5	3,8	3,4	-0,2	0,0	-0,2	-0,8	0,1	0,5
May	P 2 862 836	2 736	2,9	16,1	-0,7	-0,4	-1,1	-1,7	5,7	3,7	3,4	-0,5	-0,2	-0,4	-1,1	0,1	0,5
Jun	P 2 877 175	16 905	2,6	16,5	-1,2	-0,7	-2,0	-2,4	5,3	3,6	3,5	-1,0	-0,3	-0,6	-1,5	0,1	0,4
Jul	P 2 866 492	-9 479	2,3	15,4	-1,3	-0,9	-1,7	-2,3	7,3	2,8	3,3	-1,0	-0,4	-0,6	-1,5	0,2	0,3

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS  
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Total de pasivos (consolidados). Se deducen los pasivos entre Administraciones Públicas.

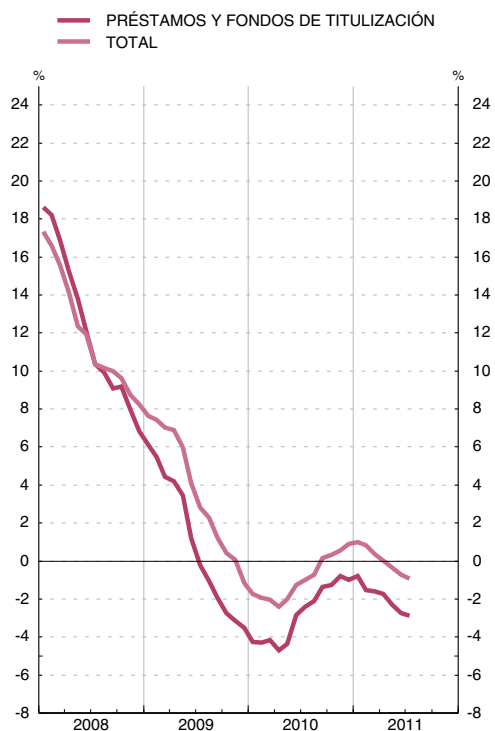
## 8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

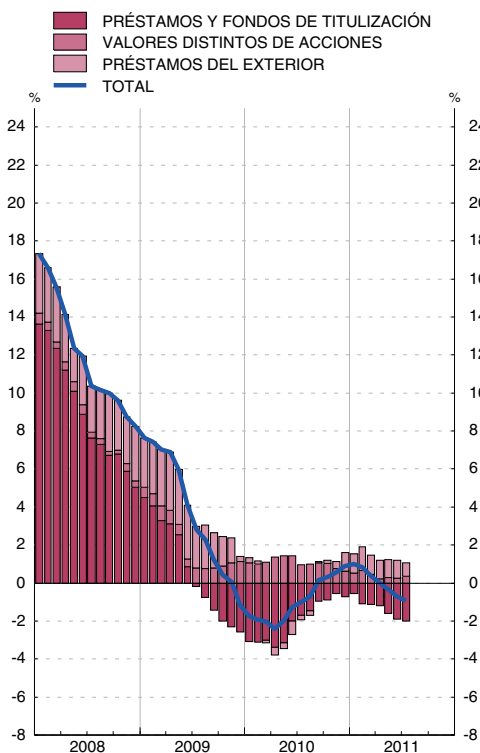
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes y préstamos titulizados fuera del balance			Valores distintos de acciones (b)				Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa 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.						
08	1 309 090	100 165	8,2	954 134	6,8	5,0	41 063	25 648	12,1	0,4	313 893	12,2	2,9	2 060
09	1 304 747	-15 376	-1,2	916 361	-3,5	-2,6	55 935	40 095	36,2	1,1	332 451	1,1	0,3	1 256
10	1 313 136	11 789	0,9	897 475	-1,0	-0,7	64 122	47 129	14,6	0,6	351 539	3,9	1,0	1 581
10 Abr	1 308 462	3 096	-2,4	904 876	-4,7	-3,4	63 576	45 873	39,2	1,4	340 010	-1,6	-0,4	1 187
May	1 312 042	1 835	-2,0	906 048	-4,4	-3,1	64 071	46 658	42,4	1,4	341 922	-1,2	-0,3	1 351
Jun	1 314 776	1 991	-1,3	907 970	-2,8	-2,0	63 498	46 358	43,1	1,4	343 308	-2,7	-0,7	1 856
Jul	1 317 124	3 107	-1,0	907 752	-2,4	-1,7	62 623	45 523	25,8	1,0	346 749	-1,0	-0,3	1 783
Ago	1 311 744	-5 532	-0,7	900 944	-2,1	-1,5	62 542	45 826	26,6	1,0	348 258	-0,9	-0,2	1 697
Sep	1 315 940	10 890	0,2	904 894	-1,4	-1,0	63 158	45 941	28,2	1,1	347 888	0,3	0,1	1 493
Oct	1 315 781	926	0,3	904 269	-1,3	-0,9	64 164	46 973	26,5	1,0	347 348	0,6	0,2	1 593
Nov	1 320 577	2 266	0,6	903 778	-0,8	-0,6	64 863	47 763	18,1	0,8	351 936	1,4	0,4	1 597
Dic	1 313 136	-3 020	0,9	897 475	-1,0	-0,7	64 122	47 129	14,6	0,6	351 539	3,9	1,0	1 581
11 Ene	1 309 191	-3 992	1,0	892 670	-0,8	-0,6	63 857	46 909	11,5	0,5	352 664	4,1	1,0	1 447
Feb	1 305 337	-2 956	0,8	884 149	-1,5	-1,1	66 019	49 140	14,8	0,7	355 170	4,9	1,3	1 342
Mar	1 299 671	-4 174	0,3	881 905	-1,6	-1,1	65 950	48 890	10,2	0,5	351 817	3,8	1,0	1 317
Abr	P 1 296 811	-1 292	0,0	878 129	-1,7	-1,2	66 467	49 104	4,5	0,2	352 215	3,8	1,0	1 454
May	P 1 292 666	-2 876	-0,4	873 122	-2,3	-1,6	67 733	50 033	5,7	0,3	351 812	3,7	1,0	1 431
Jun	P 1 288 014	-2 674	-0,7	870 331	-2,7	-1,9	66 838	49 150	5,3	0,3	350 846	3,6	0,9	1 425
Jul	P 1 287 431	203	-0,9	868 583	-2,9	-2,0	67 169	49 415	7,3	0,3	351 679	2,7	0,7	1 411

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes en España de sociedades no financieras, en tanto que los fondos captados en estas emisiones se canalizan a la empresa matriz como préstamos. Las entidades emisoras de estos instrumentos financieros se clasifican como Otros intermediarios financieros en el Boletín Estadístico y en las Cuentas Financieras de la Economía Española.

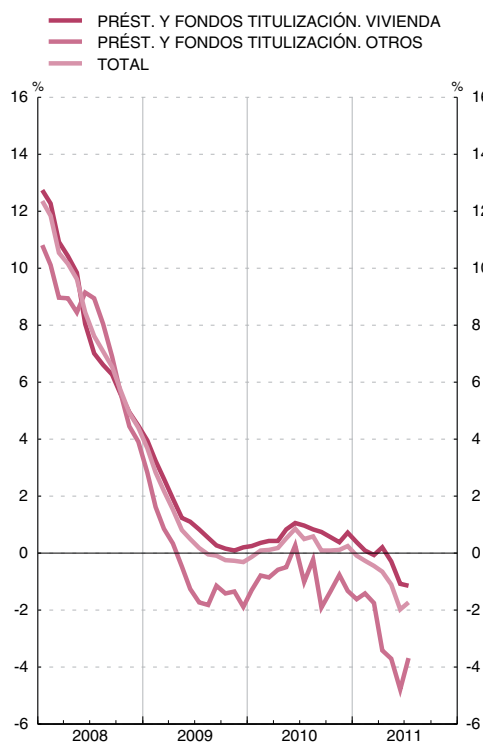
## 8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

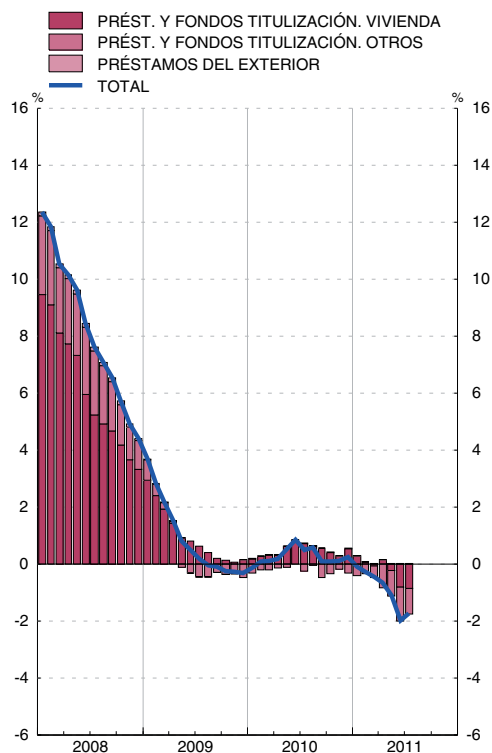
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Vivienda			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Otros			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Vivienda	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
08	911 283	38 443	4,4	678 448	4,5	3,3	229 712	3,9	1,0	3 122	36,9	0,1	23 304	4 436
09	903 755	-2 865	-0,3	678 552	0,2	0,1	221 824	-1,9	-0,5	3 379	3,9	0,0	23 986	2 986
10	898 564	2 124	0,2	679 958	0,7	0,5	215 285	-1,3	-0,3	3 320	5,4	0,0	17 161	1 637
10 Abr	900 710	1 508	0,2	678 955	0,4	0,3	218 546	-0,6	-0,1	3 209	2,5	0,0	23 175	2 603
May	902 472	2 023	0,5	680 525	0,8	0,6	218 728	-0,5	-0,1	3 219	2,4	0,0	22 777	2 488
Jun	910 929	9 744	0,9	680 328	1,0	0,8	227 379	0,3	0,1	3 222	3,3	0,0	19 891	2 407
Jul	904 746	-5 871	0,5	680 760	1,0	0,7	220 755	-1,0	-0,2	3 231	3,1	0,0	19 834	2 311
Ago	902 979	-1 450	0,6	679 165	0,8	0,6	220 542	-0,2	-0,1	3 272	3,9	0,0	19 271	2 156
Sep	898 173	-3 847	0,1	678 448	0,7	0,6	216 448	-1,9	-0,5	3 277	3,1	0,0	19 216	2 070
Oct	898 412	875	0,1	677 838	0,5	0,4	217 288	-1,3	-0,3	3 286	4,5	0,0	18 914	2 009
Nov	903 664	5 720	0,1	677 590	0,4	0,3	222 772	-0,8	-0,2	3 302	5,1	0,0	17 285	1 773
Dic	898 564	-3 635	0,2	679 958	0,7	0,5	215 285	-1,3	-0,3	3 320	5,4	0,0	17 161	1 637
11 Ene	894 526	-4 079	-0,1	677 703	0,4	0,3	213 493	-1,6	-0,4	3 330	5,1	0,0	16 634	1 517
Feb	891 907	-2 282	-0,3	675 957	0,1	0,1	212 617	-1,4	-0,3	3 333	4,7	0,0	16 738	1 543
Mar	888 316	-2 860	-0,5	674 687	-0,1	-0,1	210 271	-1,7	-0,4	3 358	5,8	0,0	16 553	1 383
Abr	887 586	-311	-0,7	676 532	0,2	0,1	207 699	-3,4	-0,8	3 355	5,7	0,0	16 211	1 300
May	885 295	-1 953	-1,1	674 603	-0,3	-0,2	207 319	-3,7	-0,9	3 373	5,9	0,0	16 028	929
Jun	886 355	1 648	-2,0	671 360	-1,1	-0,8	211 608	-4,8	-1,2	3 387	6,6	0,0	16 046	852
Jul	882 420	-3 517	-1,7	671 308	-1,1	-0,9	207 707	-3,7	-0,9	3 405	6,8	0,0	15 912	801

FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH  
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

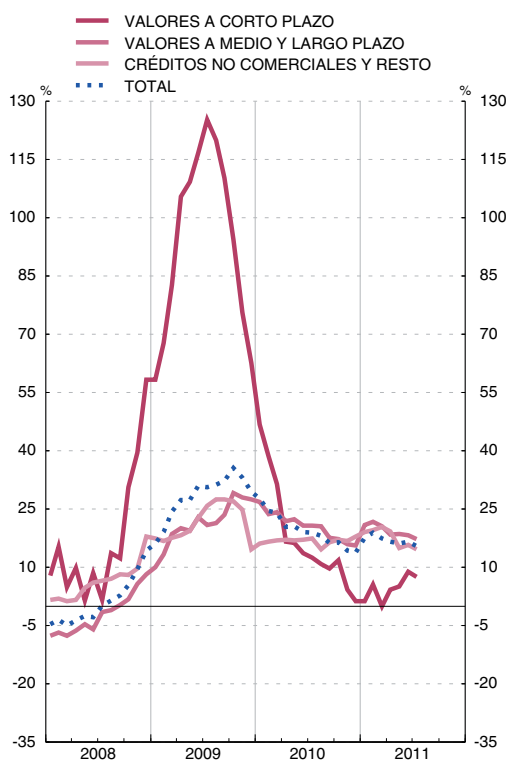
## 8.8. FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

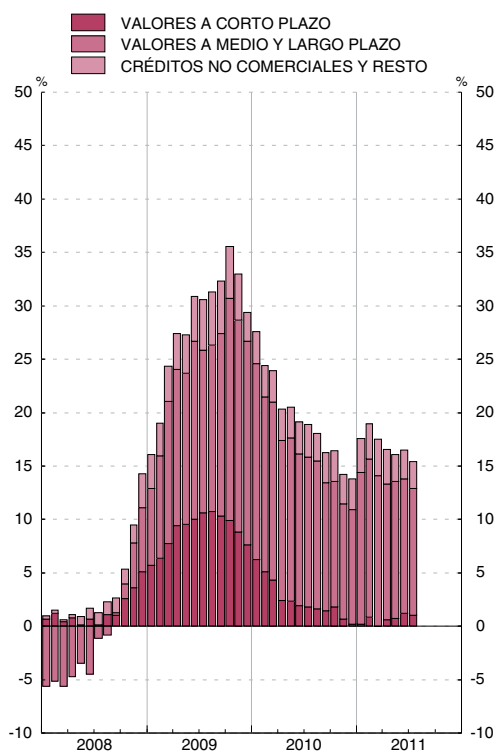
Millones de euros y porcentajes

	Financiación bruta			Valores a corto plazo				Valores a medio y largo plazo				Créditos no comerciales y resto (b)			
	Deuda PDE	Variación mensual de la deuda PDE	T1/12 de col. 1	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE
	1=4+8+12	2=5+9+13	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>07</b>	381 401	-8 824	-2,3	33 397	823	2,5	0,2	279 872	-9 001	-3,1	-2,3	68 132	-645	-0,9	-0,2
<b>08</b>	435 822	54 422	14,3	52 876	19 479	58,3	5,1	302 656	22 784	8,1	6,0	80 291	12 158	17,8	3,2
<b>09</b>	P 563 878	128 055	29,4	86 003	33 127	62,7	7,6	385 825	83 169	27,5	19,1	92 050	11 759	14,6	2,7
<b>10</b>	P 641 802	77 925	13,8	87 119	1 116	1,3	0,2	446 217	60 392	15,7	10,7	108 466	16 416	17,8	2,9
<b>10 Feb</b>	P 564 317	7 346	24,4	83 533	-2 238	38,6	5,1	385 788	7 852	23,7	16,3	94 996	1 732	16,6	3,0
<b>Mar</b>	P 581 168	16 851	23,9	84 644	1 111	31,4	4,3	400 102	14 314	24,2	16,7	96 423	1 426	16,9	3,0
<b>Abr</b>	P 581 245	76	20,3	81 354	-3 290	16,6	2,4	403 053	2 951	21,9	15,0	96 838	415	17,1	2,9
<b>May</b>	P 590 095	8 850	20,5	81 750	397	16,2	2,3	409 481	6 427	22,4	15,3	98 864	2 026	16,8	2,9
<b>Jun</b>	P 603 193	13 098	19,1	81 616	-135	13,7	1,9	418 215	8 734	20,8	14,2	103 363	4 499	17,0	3,0
<b>Jul</b>	P 603 521	327	18,9	83 409	1 793	12,5	1,8	415 311	-2 904	20,7	14,0	104 800	1 437	17,5	3,1
<b>Ago</b>	P 603 397	-123	18,0	84 768	1 359	10,8	1,6	415 559	248	20,5	13,8	103 071	-1 730	14,7	2,6
<b>Sep</b>	P 614 746	11 349	16,2	86 110	1 342	9,7	1,4	422 493	6 934	17,6	12,0	106 143	3 073	16,4	2,8
<b>Oct</b>	P 629 706	14 959	16,4	90 961	4 852	11,8	1,8	431 481	8 988	17,3	11,8	107 263	1 120	17,1	2,9
<b>Nov</b>	P 635 849	6 144	14,2	89 112	-1 849	4,2	0,6	440 273	8 792	15,9	10,8	106 464	-799	16,8	2,8
<b>Dic</b>	P 641 802	5 953	13,8	87 119	-1 993	1,3	0,2	446 217	5 944	15,7	10,7	108 466	2 002	17,8	2,9
<b>11 Ene</b>	P 654 910	13 107	17,6	86 885	-234	1,3	0,2	456 957	10 740	20,9	14,2	111 068	2 601	19,1	3,2
<b>Feb</b>	P 671 164	16 255	18,9	88 198	1 312	5,6	0,8	469 345	12 388	21,7	14,8	113 622	2 555	19,6	3,3
<b>Mar</b>	P 682 854	11 690	17,5	84 649	-3 549	0,0	0,0	482 181	12 836	20,5	14,1	116 025	2 403	20,3	3,4
<b>Abr</b>	A 677 311	-5 544	16,5	84 859	210	4,3	0,6	477 067	-5 114	18,4	12,7	115 385	-640	19,2	3,2
<b>May</b>	A 684 875	7 565	16,1	85 889	1 030	5,1	0,7	485 326	8 259	18,5	12,9	113 661	-1 724	15,0	2,5
<b>Jun</b>	A 702 806	17 931	16,5	88 886	2 997	8,9	1,2	494 283	8 957	18,2	12,6	119 637	5 976	15,7	2,7
<b>Jul</b>	A 696 641	-6 166	15,4	89 723	837	7,6	1,0	486 718	-7 565	17,2	11,8	120 200	563	14,7	2,6

FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS  
Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS  
Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Deuda elaborada según la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo (PDE). Deuda bruta nominal consolidada.

b. Incluye emisión de moneda y Caja General de Depósitos.

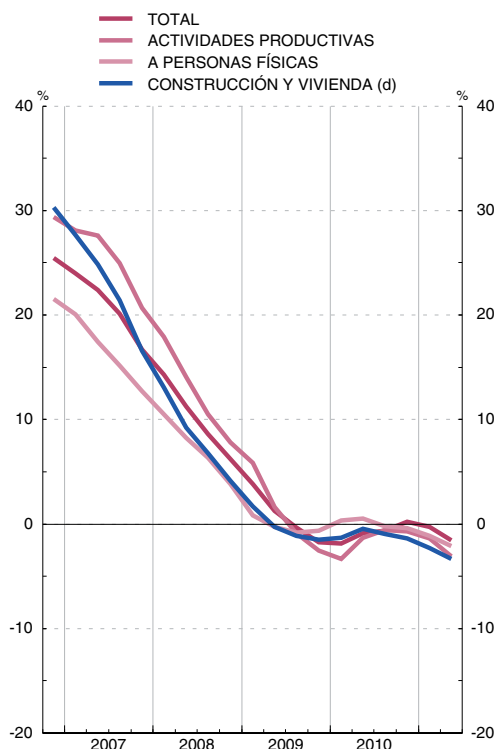
## 8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

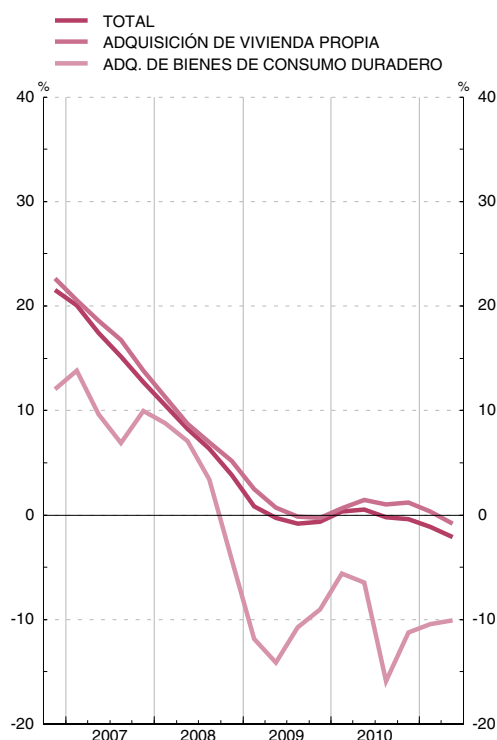
Millones de euros y porcentajes

	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)					
						Total	Servicios inmobiliarios					Total				Adquisición de vivienda
08	1 869 882	1 016 948	26 244	156 141	151 848	682 716	318 032	819 412	655 145	626 620	54 176	110 092	6 091	27 431	1 125 024	
09	1 837 038	991 363	23 123	152 199	130 438	685 602	322 984	813 939	654 566	624 755	49 273	110 101	5 523	26 213	1 107 988	
10	1 843 952	985 157	23 128	152 376	114 519	695 134	315 782	812 781	662 798	632 449	42 068	107 916	6 096	39 918	1 093 099	
07 /	1 569 169	816 098	23 436	121 148	137 836	533 678	264 653	726 179	570 989	545 190	52 713	102 477	5 743	21 149	973 479	
II	1 652 352	869 174	24 294	132 145	144 552	568 184	282 081	754 726	593 655	567 062	53 898	107 174	5 955	22 497	1 020 287	
III	1 706 126	910 001	25 085	140 332	150 341	594 243	292 599	768 197	609 791	582 505	54 035	104 371	6 106	21 822	1 052 731	
IV	1 760 213	943 086	25 245	141 571	153 453	622 818	303 514	789 250	623 540	595 929	56 576	109 133	6 089	21 788	1 080 507	
08 /	1 793 356	962 331	25 003	143 816	154 237	639 275	311 272	802 258	635 010	606 807	57 357	109 891	5 804	22 962	1 100 519	
II	1 838 174	991 307	25 727	148 218	155 600	661 762	313 176	817 074	645 286	616 487	57 726	114 062	5 952	23 840	1 114 062	
III	1 852 563	1 005 670	26 593	155 481	156 363	667 233	315 444	816 755	651 958	623 101	55 859	108 938	6 063	24 075	1 123 765	
IV	1 869 882	1 016 948	26 244	156 141	151 848	682 716	318 032	819 412	655 145	626 620	54 176	110 092	6 091	27 431	1 125 024	
09 /	1 861 734	1 018 902	24 472	158 905	143 515	692 011	324 222	808 715	651 495	621 811	50 560	106 660	5 125	28 991	1 119 231	
II	1 861 005	1 007 492	23 732	158 800	134 690	690 271	324 664	815 068	651 564	620 920	49 583	113 922	5 382	33 063	1 110 917	
III	1 846 010	996 650	23 576	153 070	134 045	685 959	324 439	810 149	652 434	622 122	49 840	107 875	5 457	33 754	1 110 918	
IV	1 837 038	991 363	23 123	152 199	130 438	685 602	322 984	813 939	654 566	624 755	49 273	110 101	5 523	26 213	1 107 988	
10 /	1 827 087	985 197	22 791	149 368	126 464	686 574	322 820	811 242	655 474	625 856	47 716	108 053	5 372	25 276	1 104 758	
II	1 847 066	994 441	23 366	152 413	124 054	694 607	321 946	821 460	660 436	630 104	44 712	116 312	5 840	25 326	1 106 436	
III	1 837 278	991 374	23 456	152 031	121 514	694 374	320 090	810 717	659 232	628 696	40 259	111 225	5 743	29 444	1 100 836	
IV	1 843 952	985 157	23 128	152 376	114 519	695 134	315 782	812 781	662 798	632 449	42 068	107 916	6 096	39 918	1 093 099	
11 /	1 824 256	971 962	22 618	145 796	109 582	693 966	312 152	804 029	658 133	628 138	41 073	104 823	5 710	42 554	1 079 867	
II	1 817 810	963 849	22 436	146 489	105 489	689 436	308 425	804 257	655 643	625 021	40 201	108 412	5 898	43 807	1 069 556	

### CRÉDITO POR FINALIDADES Tasas de variación interanual (c)



### CRÉDITO POR FINALIDADES A PERSONAS FÍSICAS Tasas de variación interanual (c)



FUENTE: BE.

a. Series de crédito obtenidas a partir de la información contenida en los estados contables establecidos para la supervisión de las entidades residentes. Véanse las novedades del 'Boletín Estadístico' de octubre de 2001 y los cuadros 4.13, 4.18 y 4.23 del 'Boletín Estadístico' que se difunden en [www.bde.es](http://www.bde.es).

b. Recoge los préstamos y créditos a hogares para la adquisición de terrenos y fincas rústicas, la adquisición de valores, la adquisición de bienes y servicios corrientes no considerados de consumo duradero (por ejemplo, préstamos para financiar gastos de viaje) y los destinados a finalidades diversas no incluidos entre los anteriores.

c. Los activos titulizados que han vuelto al balance como consecuencia de la entrada en vigor de la CBE 4/2004, han introducido una ruptura en las series en junio de 2005. Las tasas representadas en el gráfico se han ajustado para eliminar este efecto.

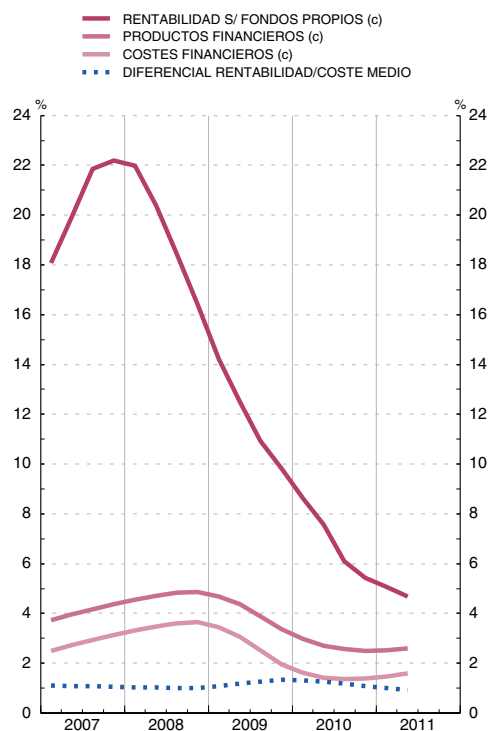
d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

## 8.10. CUENTA DE RESULTADOS DE ENTIDADES DE DEPÓSITO RESIDENTES EN ESPAÑA

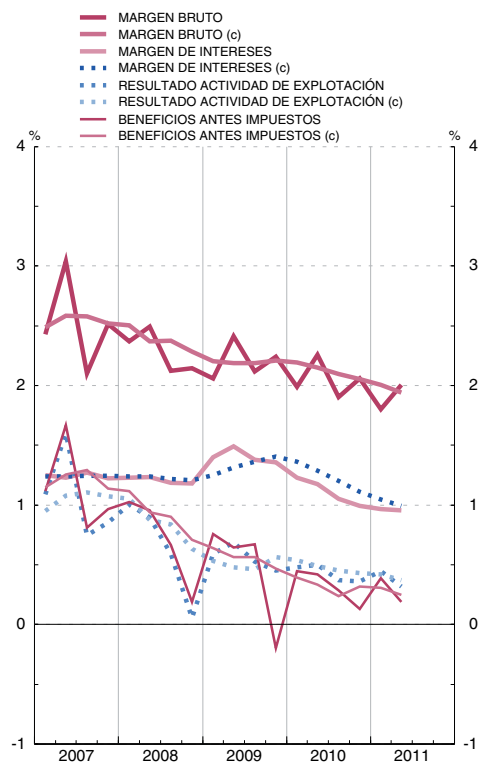
■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado											En porcentaje				
	Productos financieros	Costes	Margen de intereses	Rendimiento instru. cap. y otros 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)	
	1	2	3	4	5	6	De personal	8	9	10	11	12	13	14	15	
08	4,8	3,6	1,2	1,0	2,1	1,0	0,6	1,1	0,1	0,3	0,2	12,5	5,1	4,2	1,0	
09	2,8	1,4	1,4	0,9	2,2	1,0	0,6	0,8	0,5	0,8	-0,2	8,0	3,6	2,3	1,3	
10	2,5	1,6	1,0	1,1	2,1	1,0	0,6	0,7	0,4	0,5	0,1	5,4	2,7	1,6	1,1	
08 ///	5,0	3,8	1,2	0,9	2,1	1,0	0,6	0,5	0,6	0,1	0,7	16,1	5,1	4,1	1,0	
IV	4,8	3,6	1,2	1,0	2,1	1,0	0,6	1,1	0,1	0,3	0,2	12,5	5,1	4,2	1,0	
09 /	4,1	2,7	1,4	0,7	2,1	0,9	0,6	0,5	0,6	0,3	0,8	11,4	5,0	3,9	1,1	
//	3,5	2,1	1,5	0,9	2,4	0,9	0,6	0,8	0,7	0,2	0,6	10,0	4,7	3,5	1,2	
///	3,0	1,6	1,4	0,7	2,1	0,9	0,6	0,6	0,5	0,3	0,7	9,9	4,2	2,9	1,3	
IV	2,8	1,4	1,4	0,9	2,2	1,0	0,6	0,8	0,5	0,8	-0,2	8,0	3,6	2,3	1,3	
10 /	2,5	1,3	1,2	0,8	2,0	0,9	0,6	0,6	0,5	0,1	0,4	6,6	3,2	1,9	1,3	
//	2,5	1,3	1,2	1,1	2,3	0,9	0,6	0,8	0,5	0,2	0,4	5,7	2,9	1,6	1,3	
///	2,5	1,4	1,1	0,9	1,9	0,9	0,6	0,6	0,4	0,2	0,3	4,0	2,7	1,6	1,2	
IV	2,5	1,6	1,0	1,1	2,1	1,0	0,6	0,7	0,4	0,5	0,1	5,4	2,7	1,6	1,1	
11 /	2,6	1,6	1,0	0,8	1,8	0,9	0,6	0,4	0,4	0,1	0,4	5,2	2,7	1,7	1,0	
//	2,7	1,8	1,0	1,1	2,0	1,0	0,6	0,7	0,3	0,2	0,2	4,1	2,8	1,8	0,9	

**CUENTA DE RESULTADOS**  
Ratios sobre balance ajustado medio y rentabilidades



**CUENTA DE RESULTADOS**  
Ratios sobre balance ajustado medio



FUENTE: BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 4.36.

a. Beneficio antes de impuestos dividido por Fondos propios.

b. Para calcular la rentabilidad y el coste medio, sólo se han considerado los activos y pasivos financieros que originan productos y costes financieros, respectivamente.

c. Media de los cuatro últimos trimestres.

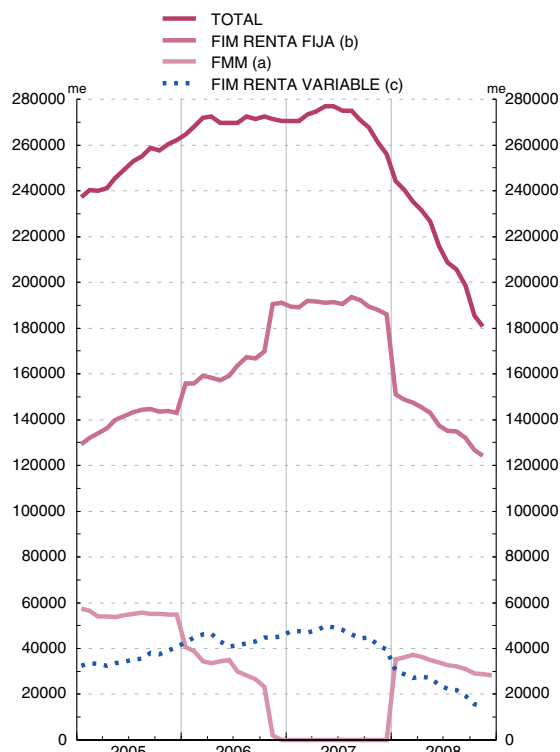
## 8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

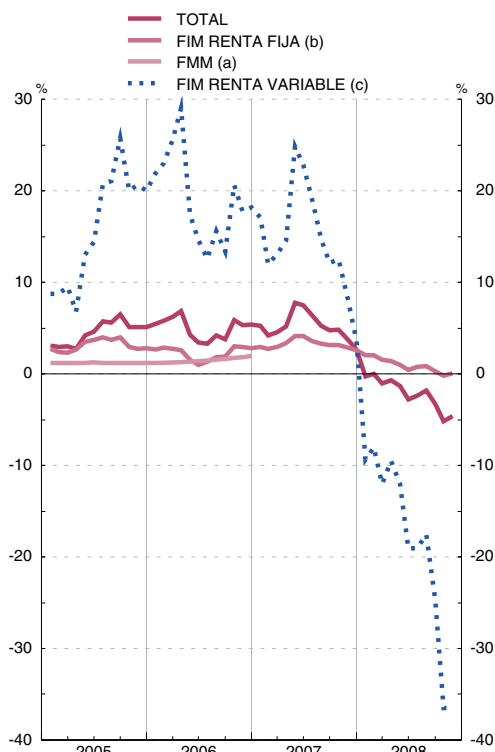
Millones de euros y porcentajes

	Total				FMM (a)				FIM renta fija (b)				FIM renta variable (c)				Otros fondos (d)
	Patrimonio	Variación mensual	De la cual Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	Variación mensual	De la cual Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	Variación mensual	De la cual Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio	Variación mensual	De la cual Suscripción neta	Rentabilidad últimos 12 meses	Patrimonio
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
<b>05</b>	262 201	1 698	-1	5,1	54 751	-110	-171	1,2	143 047	-611	-1 167	2,8	40 672	1 454	538	20,0	23 730
<b>06</b>	270 407	-1 060	-3 100	5,4	106	-1 953	-1 953	2,0	191 002	466	314	2,8	45 365	480	-723	18,2	33 934
<b>07</b>	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643
<b>07 Ago</b>	275 016	-19	-242	5,3	-	-	-	...	193 565	3 073	2 697	3,3	46 136	-2 060	-1 421	14,7	35 314
<b>Sep</b>	270 736	-4 279	-5 439	4,8	-	-	-	...	192 289	-1 277	-1 624	3,1	44 560	-1 576	-1 877	12,1	33 887
<b>Oct</b>	267 586	-3 151	-6 069	4,8	-	-	-	...	189 387	-2 902	-3 907	3,1	44 816	255	-1 196	12,5	33 383
<b>Nov</b>	261 331	-6 255	-4 310	3,8	-	-	-	...	188 057	-1 330	-1 536	2,9	41 620	-3 196	-1 640	8,3	31 654
<b>Dic</b>	256 055	-5 276	-4 537	2,6	-	-	-	...	185 963	-2 094	-1 919	2,6	39 449	-2 171	-1 417	3,6	30 643
<b>08 Ene</b>	244 286	-11 769	-6 863	-0,3	35 111	35 111	1 027	...	151 093	-34 870	531	2,0	30 184	-9 265	-5 341	-9,4	27 898
<b>Feb</b>	240 462	-3 824	-4 123	0,0	36 169	1 058	-10	...	148 946	-2 147	-1 376	2,0	28 813	-1 371	-1 319	-8,0	26 534
<b>Mar</b>	235 174	-5 288	-3 933	-1,1	37 340	1 171	-369	...	147 530	-1 415	-1 658	1,5	27 214	-1 599	-906	-12,0	23 090
<b>Abr</b>	231 723	-3 451	-5 458	-0,7	36 428	-912	-909	...	145 511	-2 019	-2 512	1,4	27 622	409	-839	-9,5	22 161
<b>May</b>	226 535	-5 187	-5 542	-1,3	35 029	-1 400	-1 590	...	142 921	-2 590	-2 562	1,0	27 159	-464	-627	-12,0	21 427
<b>Jun</b>	215 574	-10 961	-7 355	-2,8	33 849	-1 180	-1 569	...	137 444	-5 476	-3 950	0,4	24 008	-3 150	-753	-19,1	20 273
<b>Jul</b>	208 593	-6 982	-7 186	-2,4	32 589	-1 260	-1 628	...	135 012	-2 433	-2 798	0,7	22 309	-1 699	-1 354	-19,0	18 683
<b>Ago</b>	205 707	-2 886	-7 138	-1,8	32 125	-464	-549	...	134 723	-289	-711	0,8	21 922	-388	-5 444	-17,6	16 938
<b>Sep</b>	198 665	-7 042	-5 892	-3,3	30 927	-1 198	-1 176	...	131 932	-2 791	-2 863	0,3	19 242	-2 680	-972	-24,7	16 564
<b>Oct</b>	185 428	-13 237	-11 680	-5,2	29 165	-1 762	-1 796	...	126 590	-5 342	-7 323	-0,2	15 756	-3 486	-959	-36,5	13 917
<b>Nov</b>	180 835	-4 593	-4 363	-4,6	28 810	-355	-427	...	124 111	-2 479	-2 854	0,1	14 708	-1 048	-496	-36,5	13 207

PATRIMONIO



RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

a. Hasta diciembre de 2007 se refiere a FIAMM y desde enero de 2008 a la nueva categoría FMM

b. Incluye FIM renta fija a corto y largo en euros e internacional, renta fija mixta en euros e internacional y fondos garantizados.

c. Incluye FIM renta variable y variable mixta en euros, nacional e internacional.

d. Fondos globales.



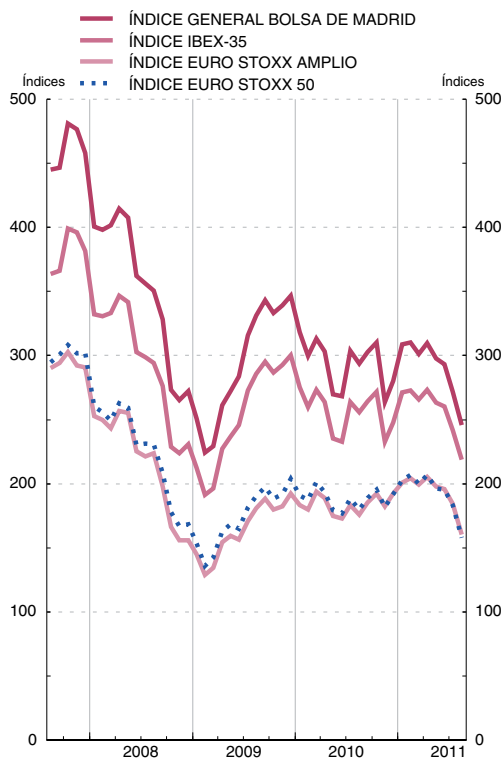
## 8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

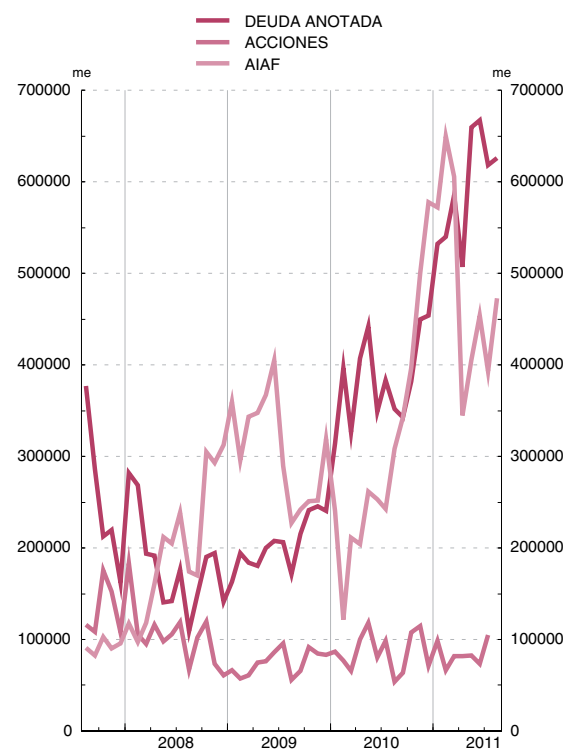
Índices, millones de euros y miles de contratos

	Índices de cotización de acciones				Contratación de mercados (importes en millones de euros)							
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>09</b>	1 055,69	10 107,91	235,02	2 529,03	898 195	75 103	2 448 490	3 699 008	-	33 946	-	5 752
<b>10</b>	1 053,39	10 203,05	262,36	2 737,05	1 038 259	67 454	4 597 749	3 660 872	-	37 904	-	6 639
<b>11</b>	A 1 045,91	10 277,48	275,90	2 818,22	590 011	38 454	4 734 078	3 898 477	-	17 446	-	4 144
<b>10 May</b>	966,64	9 359,40	249,82	2 610,26	118 350	4 176	442 094	261 511	...	3 036	...	872
<b>Jun</b>	960,79	9 263,40	246,38	2 573,32	80 641	5 013	349 054	253 096	...	3 866	...	642
<b>Jul</b>	1 088,62	10 499,80	261,65	2 742,14	98 411	4 761	383 009	242 812	...	2 610	...	532
<b>Ago</b>	1 052,73	10 187,00	251,15	2 622,95	53 667	4 420	351 521	308 542	...	2 280	...	415
<b>Sep</b>	1 085,03	10 514,50	264,43	2 747,90	63 353	5 259	342 963	342 945	...	3 296	...	450
<b>Oct</b>	1 111,28	10 812,90	274,34	2 844,99	107 818	4 759	381 546	396 506	...	2 359	...	454
<b>Nov</b>	944,91	9 267,20	260,19	2 650,99	114 931	10 151	449 857	500 240	...	4 053	...	570
<b>Dic</b>	1 003,73	9 859,10	274,45	2 792,82	71 638	4 765	453 940	577 528	...	4 412	...	481
<b>11 Ene</b>	1 105,31	10 806,00	286,41	2 953,63	98 865	4 101	532 103	572 367	...	2 992	...	581
<b>Feb</b>	1 111,25	10 850,80	291,83	3 013,09	66 520	3 982	539 541	649 957	...	2 243	...	511
<b>Mar</b>	1 079,01	10 576,50	284,36	2 910,91	81 839	5 217	585 212	605 845	...	3 182	...	573
<b>Abr</b>	1 109,35	10 878,90	293,20	3 011,25	81 814	6 855	506 668	344 493	...	1 369	...	412
<b>May</b>	1 066,37	10 476,00	282,60	2 861,92	82 857	7 455	659 698	405 338	...	2 267	...	446
<b>Jun</b>	1 049,76	10 359,90	279,46	2 848,53	73 411	4 294	667 286	454 088	...	2 579	...	495
<b>Jul</b>	973,30	9 630,70	262,76	2 670,37	104 705	6 551	617 918	393 327	...	1 292	...	524
<b>Ago</b>	P 881,40	8 718,60	228,82	2 302,08	...	...	625 653	473 063	...	1 523	...	602

ÍNDICE DE COTIZACIÓN DE ACCIONES  
Base enero de 1994 = 100



CONTRATACIÓN DE MERCADOS



FUENTES: Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia (columnas 1, 2, 5 y 6); Reuters (columnas 3 y 4); AIAF (columna 8) y Mercado español de futuros financieros (MEFFSA) (columnas 9 a 12)

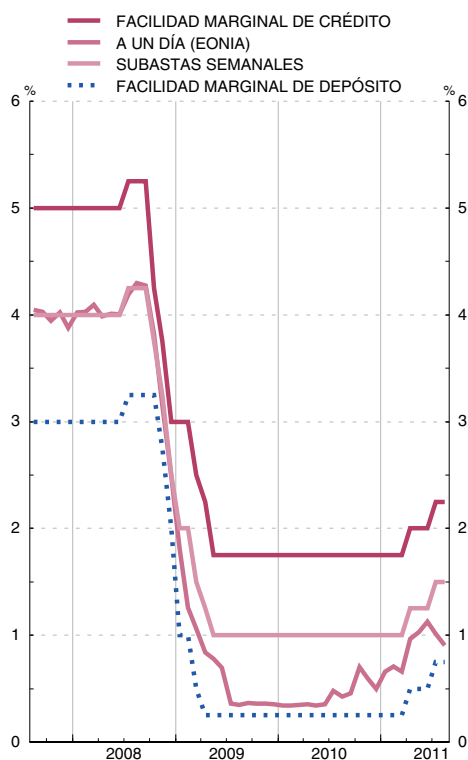
## 9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

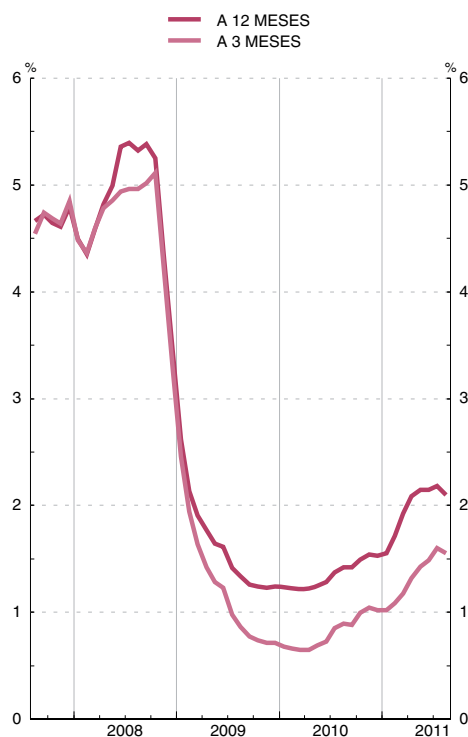
Medias de datos diarios. Porcentajes

	Eurosistema: operaciones de regulación monetaria				Mercado interbancario													
	Operaciones principales de financiación: subastas semanales	Operaciones de financiación a largo plazo: subastas mensuales	Facilidades permanentes		Zona del euro: depósitos (EURIBOR) (a)					España								
			De crédito	De depósito	Día a día (EONIA)	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Depósitos no transferibles					Operaciones temporales con deuda pública			
										Día a día	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Día a día	A un mes	A tres meses	A un año
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
09	1,00	1,00	1,75	0,25	0,714	0,89	1,22	1,43	1,62	0,67	0,94	1,23	1,41	1,62	0,61	0,63	0,67	0,84
10	1,00	1,00	1,75	0,25	0,437	0,57	0,81	1,08	1,35	0,46	0,71	0,87	1,04	1,36	0,39	0,57	0,74	0,98
11	A 1,50	1,50	2,25	0,75	0,884	1,13	1,34	1,59	1,98	0,92	1,27	1,28	1,57	2,46	0,85	1,14	1,30	2,38
10 May	1,00	1,00	1,75	0,25	0,344	0,42	0,69	0,98	1,25	0,38	0,46	0,69	0,97	-	0,30	0,38	0,50	-
Jun	1,00	1,00	1,75	0,25	0,354	0,45	0,73	1,01	1,28	0,55	0,80	1,07	1,00	1,27	0,42	0,72	0,97	-
Jul	1,00	1,00	1,75	0,25	0,481	0,58	0,85	1,10	1,37	0,48	0,77	1,12	1,10	1,39	0,41	0,78	0,99	-
Ago	1,00	1,00	1,75	0,25	0,426	0,64	0,90	1,15	1,42	0,38	0,85	1,00	1,16	1,43	0,33	0,65	0,87	1,50
Sep	1,00	1,00	1,75	0,25	0,454	0,62	0,88	1,14	1,42	0,44	0,87	0,93	1,14	1,41	0,37	0,55	0,82	-
Oct	1,00	1,00	1,75	0,25	0,701	0,78	1,00	1,22	1,50	0,69	1,01	0,95	1,20	1,48	0,64	0,78	1,11	-
Nov	1,00	1,00	1,75	0,25	0,593	0,83	1,04	1,27	1,54	0,60	1,08	1,03	-	1,54	0,56	0,79	0,90	-
Dic	1,00	1,00	1,75	0,25	0,498	0,81	1,02	1,25	1,53	0,67	1,04	1,08	1,25	1,52	0,57	1,00	1,31	-
11 Ene	1,00	1,00	1,75	0,25	0,659	0,79	1,02	1,25	1,55	0,64	0,99	1,03	1,28	-	0,58	0,95	1,16	-
Feb	1,00	1,00	1,75	0,25	0,707	0,89	1,09	1,35	1,71	0,70	1,11	1,08	1,34	1,68	0,65	0,90	1,07	-
Mar	1,00	1,00	1,75	0,25	0,659	0,90	1,18	1,48	1,92	0,66	1,12	1,17	1,47	-	0,59	0,86	1,10	-
Abr	1,25	1,25	2,00	0,50	0,966	1,13	1,32	1,62	2,09	0,98	1,25	1,31	1,64	2,08	0,94	1,15	1,23	-
May	1,25	1,25	2,00	0,50	1,033	1,24	1,43	1,71	2,15	1,03	1,43	1,43	1,72	2,23	0,99	1,16	1,25	-
Jun	1,25	1,25	2,00	0,50	1,124	1,28	1,49	1,75	2,14	1,20	1,39	1,49	1,72	-	1,12	1,25	1,44	1,77
Jul	1,50	1,50	2,25	0,75	1,012	1,42	1,60	1,82	2,18	1,08	1,47	-	-	3,10	1,00	1,48	1,67	2,00
Ago	1,50	1,50	2,25	0,75	0,906	1,37	1,55	1,76	2,10	1,06	1,39	1,45	1,82	3,10	0,93	1,37	1,49	3,34

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.

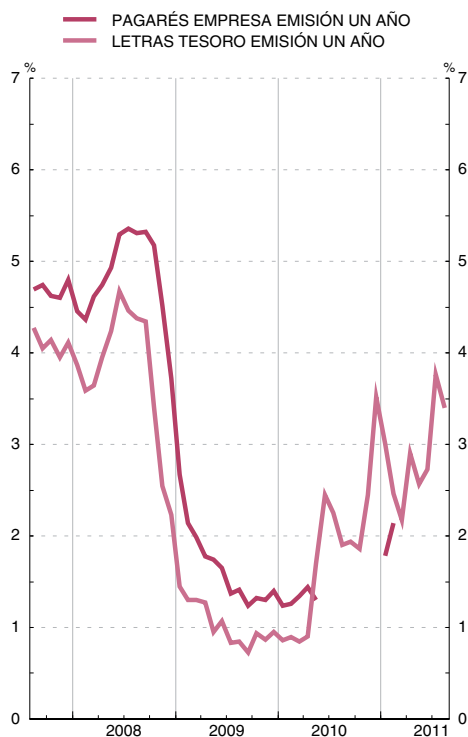
## 9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo								
	Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado								Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal					Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta			
					A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años	A diez años		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
09		1,04	0,99	1,67	1,67	2,30	2,98	3,99	4,45	4,86	2,23	3,97	3,46
10		1,80	1,70	1,32	1,62	2,79	3,20	4,46	5,04	5,11	2,64	4,25	3,74
11	A	2,88	2,68	1,95	2,92	4,00	4,48	5,43	5,99	5,96	3,87	5,39	5,08
10	May	1,70	1,58	1,30	1,24	-	-	4,08	-	-	2,51	4,08	3,74
	Jun	2,45	2,27	-	1,32	3,39	-	4,91	-	5,94	3,30	4,56	4,25
	Jul	2,25	2,10	-	1,92	-	3,73	-	5,15	-	2,82	4,43	4,44
	Ago	1,90	1,73	-	1,89	2,31	-	-	-	-	2,34	4,04	4,45
	Sep	1,94	1,79	-	2,05	-	3,00	4,17	-	5,08	2,59	4,09	3,57
	Oct	1,86	1,83	-	2,32	2,55	-	-	4,55	4,79	2,49	4,04	3,64
	Nov	2,45	2,30	-	1,93	-	3,60	4,63	-	5,50	3,28	4,69	4,13
	Dic	3,52	3,26	-	2,11	3,80	-	5,49	5,99	-	3,90	5,37	4,36
11	Ene	3,01	2,77	1,78	2,99	-	4,59	-	-	-	3,75	5,38	5,35
	Feb	2,46	2,22	2,14	2,86	3,30	4,08	5,22	-	5,98	3,49	5,26	4,87
	Mar	2,18	2,14	-	2,88	3,61	4,41	5,18	6,01	5,89	3,41	5,25	4,81
	Abr	2,90	2,55	-	3,07	3,60	-	5,48	5,70	-	3,73	5,33	5,45
	May	2,57	2,51	-	2,19	-	4,56	5,41	-	6,01	3,97	5,32	5,43
	Jun	2,73	2,69	-	2,80	4,05	4,25	5,37	6,04	-	4,07	5,48	5,03
	Jul	3,76	3,29	-	3,10	4,32	4,89	5,92	6,22	-	4,50	5,82	5,23
	Ago	3,40	3,25	...	3,50	5,05	-	-	-	-	3,98	5,25	4,56

### MERCADO PRIMARIO



### MERCADO SECUNDARIO



FUENTES: Principales emisores (columna 3); AIAF (columnas 4 y 12).

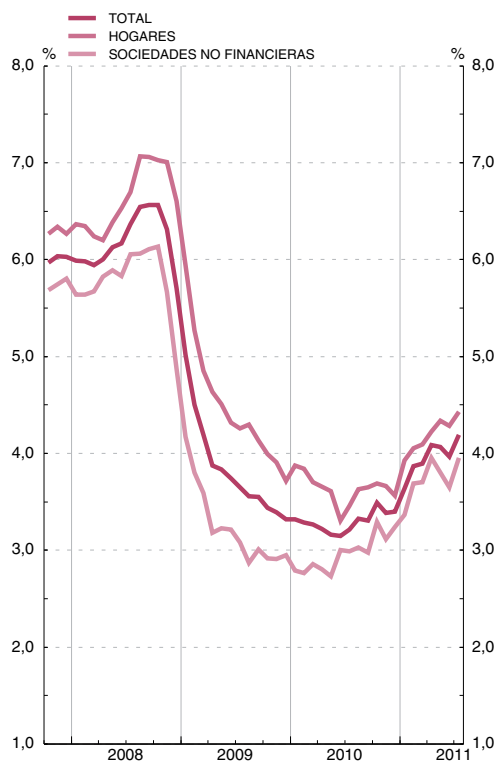
### 9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002) NEDD/SDDS (a)

■ Serie representada gráficamente.

Porcentajes

	Préstamos y créditos (TAE) (b)							Depósitos (TEDR) (b)									
	Tipo sintético (d)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (d)	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras				
		Tipo sintético	Vi-vienda	Consumo y otros fines (e) 4	Tipo sintético	Hasta 1 millón de euros	Más 1 millón euros (c) 7		Tipo sintético	A la vista y preaviso	Depósitos a plazo	Cesiones temporales	Tipo sintético	A la vista	Depósitos a plazo	Cesiones temporales	
1	2	3		5	6		8	9	10	11	12	13	14	15	16		
09		3,32	3,71	2,62	6,96	2,95	4,24	2,47	1,28	1,39	0,36	2,21	0,33	0,92	0,55	1,44	0,41
10		3,40	3,56	2,66	6,35	3,24	4,40	2,73	1,60	1,70	0,27	2,74	1,21	1,29	0,68	1,98	0,79
11	A	4,19	4,43	3,58	7,10	3,96	5,23	3,29	1,65	1,72	0,30	2,75	1,23	1,41	0,64	2,27	1,13
09 Dic		3,32	3,71	2,62	6,96	2,95	4,24	2,47	1,28	1,39	0,36	2,21	0,33	0,92	0,55	1,44	0,41
10 Ene		3,32	3,87	2,60	7,68	2,79	4,36	2,08	1,24	1,35	0,31	2,18	0,29	0,87	0,53	1,34	0,27
Feb		3,29	3,84	2,67	7,37	2,76	4,29	2,06	1,18	1,27	0,31	2,04	0,30	0,88	0,54	1,33	0,31
Mar		3,27	3,70	2,60	7,04	2,86	4,21	2,27	1,30	1,37	0,31	2,19	0,33	1,05	0,57	1,68	0,25
Abr		3,22	3,66	2,55	7,00	2,80	4,22	2,11	1,36	1,45	0,29	2,34	0,32	1,08	0,59	1,70	0,34
May		3,16	3,61	2,50	6,98	2,73	4,33	2,07	1,30	1,37	0,27	2,21	0,39	1,08	0,57	1,74	0,40
Jun		3,15	3,31	2,39	5,99	3,00	4,08	2,51	1,37	1,48	0,28	2,43	0,57	1,04	0,53	1,71	0,48
Jul		3,22	3,45	2,53	6,25	2,99	4,19	2,48	1,51	1,58	0,29	2,57	0,62	1,28	0,58	2,12	0,54
Ago		3,32	3,63	2,60	6,73	3,03	4,23	2,46	1,46	1,55	0,30	2,50	0,43	1,18	0,55	1,97	0,43
Sep		3,31	3,65	2,66	6,69	2,98	4,22	2,35	1,61	1,70	0,30	2,73	0,42	1,33	0,54	2,27	0,45
Oct		3,49	3,69	2,70	6,70	3,29	4,37	2,66	1,63	1,71	0,29	2,75	0,68	1,34	0,56	2,19	0,69
Nov		3,38	3,66	2,72	6,47	3,11	4,41	2,47	1,65	1,76	0,29	2,82	0,65	1,31	0,58	2,14	0,62
Dic		3,40	3,56	2,66	6,35	3,24	4,40	2,73	1,60	1,70	0,27	2,74	1,21	1,29	0,68	1,98	0,79
11 Ene		3,64	3,92	2,92	7,04	3,36	4,58	2,79	1,59	1,67	0,29	2,66	1,18	1,33	0,58	2,14	0,77
Feb		3,87	4,05	3,07	7,09	3,69	4,81	3,10	1,57	1,65	0,29	2,61	1,29	1,30	0,57	2,10	0,71
Mar		3,89	4,09	3,15	7,04	3,70	4,90	3,06	1,60	1,69	0,30	2,68	0,81	1,32	0,59	2,12	0,74
Abr		4,09	4,22	3,31	7,13	3,95	5,01	3,37	1,64	1,72	0,30	2,73	1,24	1,38	0,63	2,23	1,03
May		4,07	4,34	3,46	7,13	3,80	5,08	3,12	1,71	1,79	0,31	2,83	1,16	1,45	0,65	2,32	1,01
Jun		3,97	4,29	3,53	6,64	3,65	5,09	3,08	1,72	1,81	0,30	2,91	1,23	1,45	0,64	2,34	1,18
Jul	P	4,19	4,43	3,58	7,10	3,96	5,23	3,29	1,65	1,72	0,30	2,75	1,23	1,41	0,64	2,27	1,13

#### PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS TIPOS SINTÉTICOS



#### DEPÓSITOS TIPOS SINTÉTICOS



FUENTE: BE.

a. Cuadro incluido entre los requerimientos del FMI en el contexto de las Normas Especiales de Distribución de Datos (NEDD)

b. TAE: Tasa anual equivalente. TEDR: Tipo efectivo definición restringida, que equivale a TAE sin incluir comisiones.

c. Calculada sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de los mismos.

d. Los tipos sintéticos de los préstamos y de los depósitos se obtienen como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones ponderados por los saldos en euros recogidos en balance para todos los instrumentos de cada uno de los sectores.

e. Hasta mayo de 2010, inclusive, esta columna incluye el crédito concedido a través de tarjetas de crédito (véase nota de novedades del Boletín Estadístico julio-agosto 2010).

#### 9.4. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LA UE 27 Y A LA ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

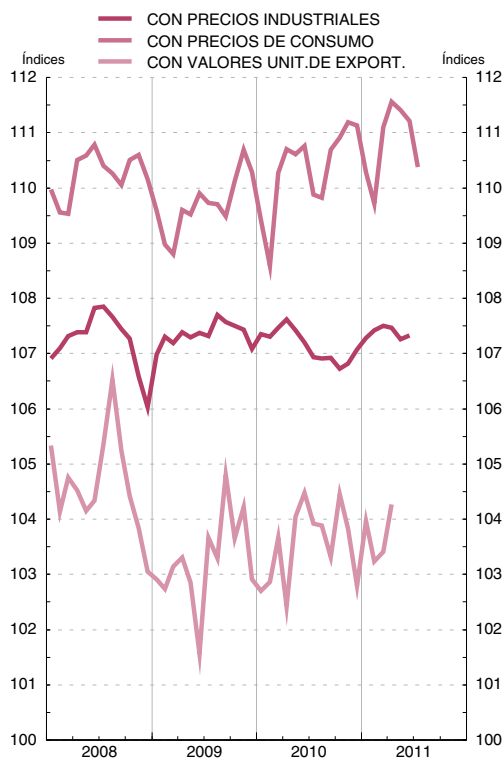
Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea (UE 27)									Frente a la zona del euro (a)				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d)	Con valores unitarios de las exportaciones
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	Con valores unitarios de las exportaciones					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
08	107,9	110,6	113,7	103,3	101,1	106,7	109,4	112,4	102,2	107,2	110,2	114,4	123,1	104,6
09	108,5	111,7	112,2	102,4	103,0	105,4	108,5	109,0	99,4	107,3	109,7	111,0	115,5	103,3
10	107,8	111,2	110,0	101,9	102,2	105,5	108,8	107,6	99,8	107,1	110,3	109,6	117,2	103,5
09 III	108,3	111,1	111,8	102,9	102,6	105,5	108,3	109,0	100,3	107,5	109,6	111,0	116,6	103,9
IV	108,4	112,2	112,5	102,5	102,9	105,3	109,0	109,2	99,6	107,3	110,4	111,3	116,9	103,6
10 I	108,5	110,8	110,8	101,6	102,6	105,8	108,0	108,0	99,1	107,4	109,5	110,0	114,3	103,1
II	108,0	111,6	110,9	101,9	102,2	105,7	109,2	108,6	99,8	107,4	110,7	110,5	116,5	103,7
III	107,3	110,6	109,4	102,0	101,9	105,3	108,6	107,4	100,1	106,9	110,1	109,4	117,8	103,7
IV	107,5	111,8	108,8	102,1	102,1	105,2	109,5	106,6	100,0	106,9	111,1	108,6	120,0	103,7
11 I	107,7	110,8	108,5	101,8	101,9	105,7	108,7	106,5	99,9	107,4	110,4	108,6	113,7	103,5
II	107,9	112,1	108,8	...	102,2	105,6	109,7	106,4	...	107,4	111,4	108,5	115,2	...
10 Nov	107,3	111,9	...	102,2	102,1	105,2	109,6	...	100,1	106,8	111,2	...	...	103,8
Dic	107,5	111,7	108,8	101,1	102,0	105,4	109,5	106,6	99,2	107,1	111,1	108,6	120,0	102,8
11 Ene	107,6	110,5	...	102,1	101,8	105,6	108,5	...	100,2	107,3	110,3	...	...	104,0
Feb	107,7	109,9	...	101,6	101,8	105,8	108,0	...	99,8	107,4	109,7	...	...	103,2
Mar	108,0	111,7	108,5	101,8	102,1	105,8	109,5	106,5	99,8	107,5	111,1	108,6	113,7	103,4
Abr	108,1	112,3	...	102,5	102,2	105,7	109,9	...	100,3	107,5	111,6	...	...	104,3
May	107,8	112,1	...	...	102,2	105,5	109,7	...	...	107,3	111,4	...	...	...
Jun	108,0	112,1	108,8	...	102,3	105,5	109,5	106,4	...	107,3	111,2	108,5	115,2	...
Jul	...	111,2	...	...	102,3	...	108,6	...	...	...	110,4	...	...	...
Ago	...	...	...	...	102,3	...	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA UNIÓN EUROPEA (UE 27)



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003) y (2004-2006).

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

d. El índice obtenido a partir de los Costes Laborales de Manufacturas se ha elaborado con datos de la Contabilidad Nacional base 2000.

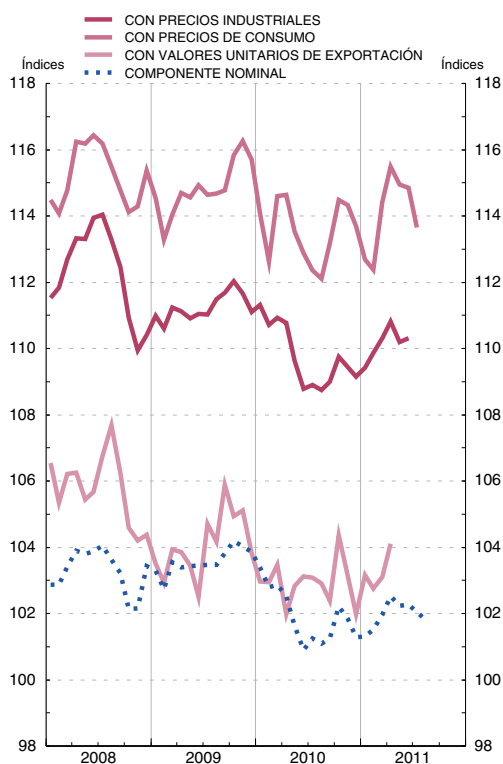
## 9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS Y A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

■ Serie representada gráficamente.

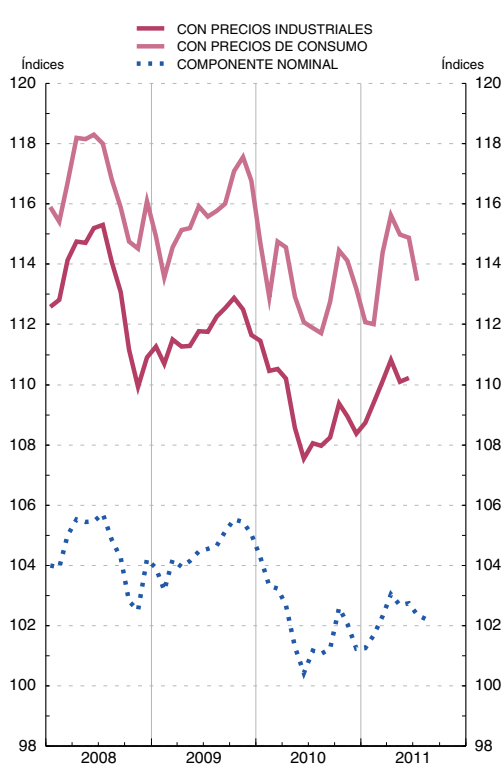
Base 1999 I = 100

	Frente a los países desarrollados									Frente a los países industrializados				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Total (a)		Componente nominal (b)	Componente precios (c)	
	Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones	Con precios industriales	Con precios consumo		Con precios industriales	Con precios consumo
	1	2	3	4		6	7	8	9	10	11		13	14
<b>08</b>	112,3	115,2	130,4	105,8	103,3	108,7	111,6	126,3	102,4	113,2	116,6	104,5	108,4	111,6
<b>09</b>	111,2	114,8	123,4	104,1	103,6	107,4	110,9	119,1	100,5	111,8	115,7	104,5	107,0	110,7
<b>10</b>	109,8	113,5	122,4	102,9	101,9	107,7	111,4	120,1	101,0	109,1	113,3	102,0	107,0	111,1
<b>09 III</b>	111,4	114,7	124,4	104,9	103,6	107,5	110,7	120,1	101,3	112,2	115,8	104,8	107,1	110,5
<b>IV</b>	111,6	115,9	124,9	104,6	104,0	107,3	111,5	120,1	100,6	112,3	117,1	105,3	106,7	111,2
<b>10 I</b>	111,0	113,8	120,9	103,1	103,0	107,7	110,5	117,3	100,1	110,8	114,2	103,6	107,0	110,2
<b>II</b>	109,7	113,7	121,7	102,6	101,7	107,9	111,8	119,7	101,0	108,8	113,2	101,5	107,2	111,5
<b>III</b>	108,9	112,5	122,2	102,8	101,2	107,6	111,2	120,7	101,6	108,1	112,1	101,1	106,9	110,8
<b>IV</b>	109,4	114,2	124,7	103,2	101,8	107,5	112,2	122,5	101,4	108,9	113,9	102,0	106,8	111,7
<b>11 I</b>	109,9	113,2	117,6	103,0	101,6	108,1	111,4	115,8	101,4	109,4	112,9	101,8	107,5	110,9
<b>II</b>	110,4	115,1	120,3	...	102,3	107,9	112,5	117,5	...	110,4	115,2	102,8	107,4	112,0
<b>10 Nov</b>	109,4	114,3	...	103,1	101,8	107,5	112,3	...	101,3	108,9	114,1	102,1	106,7	111,8
<b>Dic</b>	109,2	113,7	124,7	102,0	101,3	107,8	112,2	122,5	100,7	108,4	113,2	101,2	107,1	111,8
<b>11 Ene</b>	109,4	112,7	...	103,2	101,3	108,0	111,2	...	101,8	108,7	112,1	101,3	107,4	110,7
<b>Feb</b>	109,9	112,4	...	102,8	101,5	108,2	110,7	...	101,2	109,4	112,0	101,7	107,6	110,2
<b>Mar</b>	110,3	114,4	117,6	103,1	102,0	108,2	112,2	115,8	101,1	110,1	114,4	102,3	107,6	111,8
<b>Abr</b>	110,8	115,5	...	104,1	102,5	108,1	112,7	...	101,6	110,8	115,6	103,0	107,6	112,2
<b>May</b>	110,2	115,0	...	...	102,2	107,8	112,4	...	...	110,1	115,0	102,7	107,2	112,0
<b>Jun</b>	110,3	114,8	120,3	...	102,3	107,9	112,3	117,5	...	110,2	114,9	102,7	107,3	111,8
<b>Jul</b>	...	113,6	...	...	102,0	...	111,4	...	...	...	113,5	102,4	...	110,8
<b>Ago</b>	...	...	...	...	101,8	...	...	...	...	...	...	102,2	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS



FUENTE: BE.

a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003) y (2004-2006).

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

d. El índice obtenido a partir de los Costes Laborales de Manufacturas se ha elaborado con datos de la Contabilidad Nacional base 2000.



## ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

SEP 2011	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras. Segundo trimestre de 2011 29</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2011, según la Encuesta de Población Activa 45</p> <p>La reforma del marco fiscal en España: los límites constitucionales y la nueva regla de crecimiento del gasto público 57</p> <p>Los efectos de las condiciones hipotecarias sobre el consumo de los hogares propietarios de vivienda: una estimación a partir de la EFF 77</p> <p>El mercado español de deuda del Estado: desarrollos desde el inicio de la crisis 87</p> <p>El proceso de ajuste económico después de crisis financieras: una perspectiva histórica 99</p> <p>Los establecimientos de cambio y transferencia de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2010 117</p>
JUL-AGO 2011	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2011 79</p> <p>Un análisis del destino geográfico de las exportaciones españolas de bienes a través de una ecuación de gravedad 95</p> <p>Los rendimientos salariales y la evolución reciente del nivel educativo 107</p> <p>Reformas de los sistemas de pensiones en algunos países de la UEM 117</p> <p>La financiación exterior y el endeudamiento de los nuevos Estados miembros de la UE 135</p> <p>Las sociedades de tasación. Actividad y resultados en 2010 155</p> <p>Regulación financiera: segundo trimestre de 2011 173</p>
JUN 2011	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2011 29</p> <p>El contenido informativo de las encuestas de opinión para el seguimiento de la inversión empresarial 47</p> <p>Evolución reciente y proyecciones de la población en España 59</p> <p>El empleo en la UEM en 2010 69</p> <p>Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2010 81</p>
MAY 2011	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2011, según la EPA 29</p> <p>Efecto de la rentabilidad de la vivienda como inversión sobre las decisiones de compra: evidencia empírica a partir de la EFF 39</p> <p>La evolución de la cuota de exportación de los productos españoles en la última década: el papel de la especialización comercial y de la competitividad 49</p> <p>La evolución financiera de los hogares y sociedades del área del euro en 2010 59</p> <p>Los desequilibrios globales y el reequilibrio de la economía mundial 73</p>
ABR 2011	<p>Informe trimestral de la economía española 11</p> <p>Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2011 75</p> <p>El comportamiento de la tasa de actividad durante la última fase recesiva 87</p> <p>Las primas de los CDS soberanos durante la crisis y su interpretación como medida de riesgo 99</p> <p>Determinantes y perspectivas de la tasa de ahorro en Estados Unidos 109</p> <p>Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2011 123</p> <p>Regulación financiera: primer trimestre de 2011 157</p>
MAR 2011	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>Informe de proyecciones de la economía española 29</p> <p>Resultados de las empresas no financieras. Cuarto trimestre de 2010 y avance de cierre del ejercicio 45</p> <p>La acumulación de existencias en el área del euro durante la Gran Recesión 61</p> <p>La evolución y la estructura de los recursos propios de las entidades de depósito españolas entre 1999 y 2009 73</p>
FEB 2011	<p>Evolución reciente de la economía española 11</p> <p>La evolución del empleo y del paro en 2010, según la Encuesta de Población Activa 31</p> <p>El ajuste de los salarios frente a las perturbaciones en España 43</p> <p>El ajuste de las plantillas de las empresas españolas: el papel de los despidos por causas objetivas 57</p> <p>El crédito comercial en España: importancia relativa y evolución reciente 67</p> <p>El comportamiento de los flujos brutos de capital internacional y su respuesta en los períodos de crisis 79</p>



ENE 2011	Informe trimestral de la economía española 11 La evolución reciente de la inflación española y perspectivas a corto plazo 79 El ajuste del consumo duradero y no duradero en España durante la crisis económica 89 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2011 103 La reforma de la gobernanza económica en la UEM 117 Metas de inflación, intervenciones y volatilidad del tipo de cambio en economías emergentes 135 Regulación financiera: cuarto trimestre de 2010 151
DIC 2010	Evolución reciente de la economía española 11 Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2008: métodos, resultados y cambios desde 2005 29 La situación actual del ajuste de la inversión residencial en España 65 La renta disponible de los hogares de la UEM 81 Tenencias de activos líquidos, tamaño empresarial y acceso a financiación externa. Un análisis para el área del euro 93 El reposicionamiento de las grandes economías emergentes en la economía mundial 101
NOV 2010	Evolución reciente de la economía española 11 Resultados de las empresas no financieras en 2009 y hasta el tercer trimestre de 2010 31 La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2010, según la Encuesta de Población Activa 51 Las características de las empresas españolas exportadoras de servicios no turísticos 61 La incidencia del desempleo en los hogares 73 La ampliación de los diferenciales soberanos en la zona del euro durante la crisis 81 Una reflexión sobre la situación de las finanzas públicas en Japón 93
OCT 2010	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados 11 Informe trimestral de la economía española 21 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2010 89 La evolución de los beneficios y la rentabilidad empresarial durante la crisis económica 103 La Posición de Inversión Internacional de España en el primer semestre de 2010 115 Informe de economía latinoamericana. Segundo semestre de 2010 127 Regulación financiera: tercer trimestre de 2010 159
SEP 2010	Evolución reciente de la economía española 11 Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2010 31 La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2010, según la Encuesta de Población Activa 47 Un indicador de la dependencia exterior y diversificación energéticas: una aplicación para España 57 El apoyo público al sector financiero en la zona del euro durante la crisis 69 El posible papel de una utilización asimétrica de las facilidades permanentes en la gestión de la liquidez 83 La cooperación técnica internacional y su desarrollo en el Banco de España 93
JUL-AGO 2010	Informe trimestral de la economía española 11 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2010 81 La innovación en España: el papel de la difusión tecnológica y la capacidad de absorción de las empresas 95 El contenido informativo de las encuestas de opinión en períodos de crisis económica 109 La evolución en España de los programas públicos de apoyo financiero al sector privado durante la crisis 125 La emisión internacional de bonos en el primer semestre de 2010 133 Las entidades de tasación: actividad y resultados en 2009 147 Los establecimientos de cambio y transferencias de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2009 165 Regulación financiera: segundo trimestre de 2010 177
JUN 2010	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso 11 Evolución reciente de la economía española 21 Resultados de las empresas no financieras. Primer trimestre de 2010 39 La evolución cíclica de la inversión residencial: algunos hechos estilizados 55 Evolución reciente de la financiación a sociedades no financieras en España 65 Los efectos de la estabilidad laboral sobre el ahorro y la riqueza de los hogares españoles 79 El mercado hipotecario residencial en Estados Unidos. Evolución, estructura e interrelación con la crisis 87 Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 2009 105

## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

### Estudios e informes

### PERIÓDICOS

Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España (ediciones en español e inglés) (anual)  
Boletín Económico (mensual) (hay una versión en inglés de periodicidad trimestral)  
Estabilidad Financiera (semestral)  
Informe Anual (ediciones en español e inglés)  
Informe de Estabilidad Financiera (ediciones en español e inglés) (semestral)  
Memoria Anual sobre la Vigilancia de Sistemas de Pago (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)  
Memoria de Actividades de Investigación (ediciones en español e inglés) (anual)  
Memoria de la Central de Información de Riesgos (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)  
Memoria de la Supervisión Bancaria en España (ediciones en español e inglés) (anual)  
Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual)  
Mercado de Deuda Pública (anual)

### NO PERIÓDICOS

Central de Balances: estudios de encargo  
Notas de Estabilidad Financiera

### ESTUDIOS ECONÓMICOS

- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.<sup>a</sup> DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).
- 76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).
- 77 JUAN S. MORA-SANGUINETTI: The effect of institutions on European housing markets: An economic analysis (2010).

### ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 53 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: Los servicios de inspección del Banco de España: su origen histórico (1867-1896) (2008).
- 54 RAFAEL MORENO FERNÁNDEZ: El personal del Banco de España: desde su origen en el siglo XVIII hasta fin del siglo XIX. Vol. I: Banco de San Carlos (2009).
- 55 CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Oferta y demanda de deuda pública en Castilla. Juros de alcabalas (1540-1740) (2009).

### DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 1120 RAQUEL CARRASCO, JUAN F. JIMENO Y A. CAROLINA ORTEGA: Accounting for changes in the Spanish wage distribution: The role of employment composition effects.
- 1121 FRANCISCO DE CASTRO Y LAURA FERNÁNDEZ-CABALLERO: The effects of fiscal shocks on the exchange rate in Spain.
- 1122 JAMES COSTAIN Y ANTON NAKOV: Precautionary price stickiness.
- 1123 ENRIQUE MORAL-BENITO: Model averaging in economics.

### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 1103 OLYMPIA BOVER: The Spanish Survey of Household Finances (EFF): description and methods of the 2008 wave.
- 1104 PABLO HERNÁNDEZ DE COS, MARIO IZQUIERDO Y ALBERTO URTASUN: Una estimación del crecimiento potencial de la economía española. (Publicada una versión inglesa con el mismo número).
- 1105 ENRIQUE ALBEROLA, CARLOS TRUCHARTE Y JUAN LUIS VEGA: Central banks and macroprudential policy. Some reflections from the Spanish experience.
- 1106 SAMUEL HURTADO, ELENA FERNÁNDEZ, EVA ORTEGA Y ALBERTO URTASUN: Nueva actualización del modelo trimestral del Banco de España.

---

**Nota:** La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

Todas las publicaciones están disponibles en formato electrónico, con excepción de Ediciones varias y Textos de la División de Desarrollo de Recursos Humanos.

## EDICIONES VARIAS<sup>1</sup>

JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS Y FERNANDO GUTIÉRREZ (Eds.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (\*\*).

VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 5,31 €.

BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 12,02 €.

PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 9,02 €.

TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 9,38 €.

VICTORIA PATXOT Y ENRIQUE GIMÉNEZ-ARNAU: Banqueros y bancos durante la vigencia de la Ley Cambó (1922-1946) (2001). 5,31 €.

BANCO DE ESPAÑA: El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta (2001). 45 €.

BANCO DE ESPAÑA: El Banco de España y la introducción del euro (2002). Ejemplar gratuito.

BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1940-2001 (2004). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)

NIGEL GLENDINNING Y JOSÉ MIGUEL MEDRANO: Goya y el Banco Nacional de San Carlos (2005). Edición en cartón: 30 €; edición en rústica: 22 €.

BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): El análisis de la economía española (2005) (\*). (Ediciones en español e inglés.)

BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1874-1939 (2005). 30 €.

BANCO DE ESPAÑA: 150 años de historia del Banco de España, 1856-2006 (2006). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)

BANCO DE ESPAÑA: Secretaría General. Legislación de Entidades de Crédito. 5.ª ed. (2006) (\*\*\*\*).

SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS Y FERNANDO RESTOY (Eds.): Central banks in the 21<sup>st</sup> century (2006). Ejemplar gratuito.

JUAN F. JIMENO (Ed.): Spain and the euro. The first ten years (2010). Ejemplar gratuito.

TERESA TORTELLA: El Banco de España desde dentro. Una historia a través de sus documentos. Edición en tapa dura: 30 €; edición en rústica: 24 €.

JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA Y PABLO MARTÍN ACEÑA (Eds.): Un siglo de historia del Sistema Financiero Español (2011) (\*).

## Difusión estadística

Boletín de Operaciones (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Boletín Estadístico (mensual, solo disponible en versión electrónica en el sitio web<sup>2</sup>)

Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual)

Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (series anuales y trimestrales<sup>3</sup>)

## Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito<sup>4</sup>

Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)

Registros de Entidades (anual) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

## Formación

BANCO DE ESPAÑA: Cálculo mercantil (con ejercicios resueltos).

PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo I) (1999).

PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo II) (1998).

JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).

UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.

LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

## PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual

Boletín Mensual

Otras publicaciones

- 1 Todas las publicaciones las distribuye el Banco de España, excepto las señaladas con (\*), (\*\*), (\*\*\*) o (\*\*\*\*), que las distribuyen, respectivamente, Alianza Editorial, Editorial Tecnos, Macmillan (Londres) y Thomson-Aranzadi. Los precios indicados incluyen el 4% de IVA.
- 2 Además, diariamente se actualiza en la sección de Estadísticas.
- 3 Además, se difunde en Internet una actualización trimestral de los cuadros de esta publicación.
- 4 Solo disponible en el sitio web del Banco de España hasta su incorporación a la publicación *Circulares del Banco de España. Recopilación*.

**BANCODE ESPAÑA**  
Eurosistema

Unidad de Publicaciones  
Alcalá, 522 - 28027 Madrid  
Teléfono +34 91 338 6363. Fax +34 91 338 6488  
Correo electrónico: publicaciones@bde.es  
www.bde.es