

BOLETÍN ECONÓMICO

12/2015

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



ÍNDICE

Informe trimestral de la economía española

- 1 Rasgos básicos 3
- 2 Entorno exterior de la economía española 12
- 3 La economía española 27

Recuadros

- Recuadro 1 Actualización de las proyecciones de la economía española (2015-2016) 6
- Recuadro 2 La actuación de las Administraciones Públicas 9
- Recuadro 3 El inicio de la normalización de la política monetaria en Estados Unidos 23
- Recuadro 4 Las medidas recientes del BCE 25
- Recuadro 5 Evolución reciente del acceso de las pymes españolas a la financiación externa de acuerdo con la encuesta semestral del BCE 41

La internacionalización de las pymes españolas: principales desarrollos recientes y sus determinantes 43

CompNet: una nueva base de datos microeconómicos para evaluar la competitividad europea 55

Las emisiones de deuda corporativa en la eurozona durante la crisis 63

Desarrollos recientes de la industria de la inversión colectiva en España 73

El tipo de interés real mundial: evolución histórica y perspectivas 83

Indicadores económicos 1*

Publicaciones del Banco de España 67*

Siglas, abreviaturas y signos utilizados 68*

La fase expansiva que la economía española inició hace algo más de dos años se prolongó en el último trimestre de 2015, período en el que se estima que el PIB podría haber aumentado un 0,8 % en tasa intertrimestral. Esta cifra coincide con la observada en el tercer trimestre y es dos décimas inferior al 1 % estimado para el período abril-junio, que constituye el ritmo de avance más elevado registrado por el momento desde que se iniciara la recuperación. La modesta desaceleración del producto observada en la segunda mitad del año, en todo caso, no altera el escenario central de mantenimiento de un crecimiento sostenido del PIB a lo largo de los próximos trimestres.

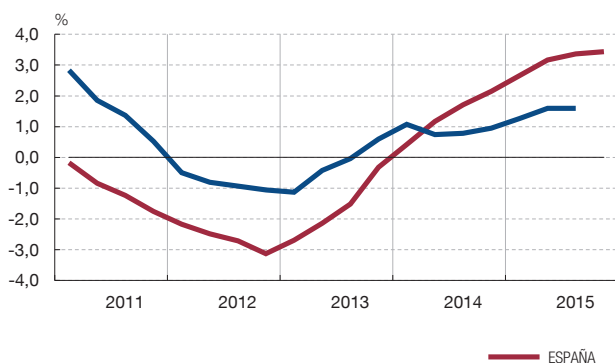
De hecho, la evolución de la actividad en el último trimestre del año está siendo ligeramente más favorable de lo anticipado en septiembre, lo que ha conducido a una revisión al alza (de una décima) de la tasa estimada de crecimiento medio anual del PIB en 2015, hasta el 3,2 % (véase recuadro 1). En el próximo ejercicio se espera una continuación del comportamiento dinámico de la actividad, aunque su ritmo de avance sería algo inferior al observado en trimestres recientes, como consecuencia de la moderación de algunos de los impulsos expansivos actualmente vigentes. En concreto, se estima que el crecimiento medio anual del PIB en 2016 podría alcanzar el 2,8 %.

El balance de riesgos en torno a este escenario central se inclina ligeramente a la baja, fundamentalmente como consecuencia de la posibilidad de que la proyectada desaceleración de las economías emergentes sea más pronunciada de lo previsto en la actualidad, lo que podría ser resultado de un endurecimiento de sus condiciones de financiación en un contexto de disminución del apetito por el riesgo. A escala interna, la principal fuente de incertidumbre está asociada al curso de las políticas económicas, dada la influencia que ejercen, en particular, la agenda reformadora y la política presupuestaria sobre la confianza y las decisiones de gasto de los agentes.

El ritmo de retroceso interanual del IPC se ha atenuado en los últimos meses, desde el -0,9 % de septiembre al -0,3 % de noviembre. Esta trayectoria ha venido determinada, principalmente, por el efecto de la evolución del precio del petróleo sobre el componente energético del indicador. En todo caso, el IPC no energético y el IPSEBENE han proseguido la senda de lenta y gradual aceleración que iniciaron al comienzo del año, hasta situarse en noviembre en el 1,1 % y en el 1 %, respectivamente. El diferencial entre la inflación española y la del área del euro ha seguido siendo negativo. En términos del indicador que excluye los precios de consumo de los productos energéticos, la brecha entre ambas tasas, que entre julio y octubre había permanecido en -0,3 puntos porcentuales (pp), pasó a ser de -0,1 pp en noviembre, retomando la senda de estrechamiento observada en la primera mitad del año.

El comportamiento de la tasa de inflación en los próximos trimestres está supeditado al proyectado repunte de los precios del petróleo. Además, en el corto plazo está muy influenciada por las caídas observadas hace un año en el precio de esta materia prima. Por este motivo, se espera que el ritmo de variación del IPC general pase a ser positivo en diciembre y siga aumentando a lo largo de 2016, hasta situarse por encima del 1,5 % al final de ese año. En términos de las tasas medias anuales, se proyecta un retroceso del 0,5 % este año y un avance del 0,7 % el próximo. Si se excluye el componente energético, se espera que los precios de consumo prolonguen el repunte observado a lo largo del

1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO



2 ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Tasas de variación interanual sobre las series ajustadas de estacionalidad en el caso del PIB y sobre las series originales en los índices de precios de consumo.

presente ejercicio, en línea con la paulatina reducción del grado de holgura cíclica de la economía, la fortaleza del gasto de los hogares y la debilidad del tipo de cambio del euro. Los riesgos en torno a este escenario central están moderadamente sesgados a la baja, como consecuencia, fundamentalmente, de una hipotética materialización de los escenarios menos favorables para la actividad económica que se han descrito. En todo caso, la incertidumbre que rodea a las proyecciones de inflación es elevada, dado que parece probable que las cotizaciones del petróleo y el tipo de cambio del euro sigan mostrando un comportamiento volátil durante algún tiempo.

En los últimos meses, las condiciones de financiación de los sectores residentes han seguido siendo, en general, favorables, en un contexto marcado por el tono acomodaticio de la política monetaria del Eurosistema, que se intensificó tras las medidas adoptadas en la reunión del Consejo de Gobierno del BCE del 3 de diciembre. Tanto la rentabilidad del bono español a diez años como su diferencial con relación al activo análogo alemán han seguido descendiendo, hasta situarse en el 1,7 % y los 113 puntos básicos (pb), respectivamente. Las rentabilidades negociadas en otros mercados, como los interbancarios o los de valores de renta fija privada, han experimentado también disminuciones adicionales. La reducción del coste del pasivo de las entidades financieras ha permitido que los tipos de interés de sus nuevas operaciones crediticias permanezcan en niveles muy reducidos. A su vez, esta evolución del coste del crédito ha contribuido al dinamismo de los volúmenes de nuevas operaciones y, en consecuencia, a atenuar el ritmo de retroceso del saldo vivo crediticio del sector privado no financiero.

En conjunto, esta evolución de las condiciones financieras conformó un contexto favorecedor del gasto de hogares y empresas en los meses de otoño. El consumo de las familias se ha visto alentado, además, por la fuerte creación de empleo y por un conjunto de factores, de naturaleza transitoria, que han contribuido asimismo a incrementar su capacidad de compra en el corto plazo. Estos elementos incluyen el renovado retroceso del precio del petróleo, el adelantamiento al mes de julio de la rebaja de la carga tributaria cuya entrada en vigor estaba prevista inicialmente para enero de 2016 y el reintegro a los empleados públicos de una cuarta parte de la paga extra suspendida en diciembre de 2012. Con este trasfondo, el consumo privado habría crecido en el cuarto trimestre del año a un ritmo similar al observado en el tercero (del 1 %), al igual que la inversión productiva privada,

	2014	2015	2014				2015			
			I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Contabilidad Nacional										
Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria										
Producto interior bruto	1,4	3,2	0,4	0,5	0,6	0,7	0,9	1,0	0,8	0,8
Contribución de la demanda nacional (b)	1,6	3,6	0,4	0,6	0,5	0,6	1,2	1,0	1,1	0,8
Contribución de la demanda exterior neta (b)	-0,2	-0,4	0,0	-0,1	0,1	0,1	-0,3	0,0	-0,3	0,0
Tasas de variación interanual										
Empleo	1,1	3,0	-0,7	1,0	1,7	2,4	2,9	3,0	3,1	3,0
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período) (c)										
IPC	-0,2	-0,5	-0,1	0,1	-0,2	-1,0	-0,7	0,1	-0,9	-0,3
IPSEBENE	0,0	0,6	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,6	0,8	1,0

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Información disponible hasta el 17 de diciembre de 2015.

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

c El último dato disponible de los índices de precios de consumo es de noviembre de 2015.

que se habría visto favorecida por la fortaleza de la demanda final y por la bonanza de las condiciones financieras.

La demanda exterior neta habría ejercido una contribución neutral al crecimiento del producto en el período octubre-diciembre, de acuerdo con la información disponible, cuyo contenido informativo es, no obstante, limitado, ya que cubre solamente el período inicial del trimestre. En términos intertrimestrales, las compras de bienes al resto del mundo habrían moderado su dinamismo con respecto a los registros alcanzados en el verano. En la vertiente exportadora, el crecimiento de las ventas de bienes experimentó un cierto freno, a pesar del fortalecimiento de los mercados del área del euro, en tanto que los indicadores relativos al turismo apuntan a una evolución muy favorable en el tramo final del año.

En el mercado de trabajo, el empleo ha mantenido un elevado dinamismo en los meses recientes, estimándose que podría crecer en el período octubre-diciembre un 0,7 % intertrimestral, tasa similar a la del trimestre precedente. Finalmente, la pauta de moderación de costes laborales se ha mantenido en los últimos meses, con un incremento salarial acordado en la negociación colectiva del 0,75 % hasta el mes de noviembre.

La presente actualización de las proyecciones macroeconómicas para el período 2015-2016 toma como punto de partida las proyecciones publicadas por el Banco de España el pasado mes de septiembre y recoge, como es habitual, los cambios producidos desde entonces en los supuestos externos con la información disponible hasta el 11 de diciembre (véase cuadro 1)¹. También incorpora las estimaciones más recientes de la Contabilidad Nacional Anual (CNAN) y Trimestral (CNTR) realizadas por el INE, que recogen revisiones significativas de los datos del período 2011-2014².

De acuerdo con la actualización realizada, se espera que la fase de expansión de la actividad de la economía española se prolongue en el tramo final de 2015 y a lo largo de 2016. En concreto, se proyecta que el crecimiento medio del PIB alcance el 3,2 % en el presente año y el 2,8 % en el próximo (véase cuadro 2). Esta desaceleración de la tasa de crecimiento del PIB el próximo año vendría asociada a una moderación del avance de la demanda nacional. El empleo conservaría un elevado dinamismo, si bien atenuaría su ritmo de avance en línea con la evolución del producto. Por lo que respecta a los precios, se prevé que la inflación, medida a partir del IPC, empiece a registrar tasas ligeramente positivas desde el final de este año.

En comparación con las proyecciones publicadas en septiembre, las previsiones de crecimiento del producto apenas se han modi-

ficado, ya que la incorporación de las nuevas series de CNTR hasta el tercer trimestre de 2015 ha tenido un impacto prácticamente nulo sobre las tasas de variación del PIB, al tiempo que los efectos de los cambios en los supuestos externos se han visto prácticamente compensados entre sí. No obstante, la información de corto plazo sugiere que la evolución de la actividad en el cuarto trimestre de 2015 podría haber sido algo más favorable de lo proyectado en septiembre, lo que conduce a un aumento de una décima en la tasa media anual frente a lo previsto entonces.

Respecto a los supuestos externos que subyacen a las proyecciones, cabe destacar la mayor debilidad de la evolución prevista de los mercados de exportación españoles en comparación con el ejercicio de septiembre, debido al deterioro de las perspectivas de crecimiento de algunas áreas emergentes, que es contrarrestado solo parcialmente por el impulso positivo proveniente del mayor crecimiento de las importaciones del área del euro. Por su parte, el precio del petróleo se ha revisado de nuevo a la baja de acuerdo con la evolución de su cotización en los mercados de contado y de futuros. La senda de los tipos de interés del euríbor a tres meses se mantiene en niveles mínimos, alcanzándose registros negativos en 2016, y las rentabilidades de la deuda pública a diez años, según las expectativas implícitas en la curva de rendimientos, se han revisado a la baja respecto a los supuestos de septiembre, hasta el 1,7 % y el 1,8 % en 2015 y 2016, respectivamente. Esta evolución de los tipos de interés ha conducido a una revisión a la baja, de menor magnitud, del coste de la financiación obtenida por familias y empresas. Finalmente, el tipo de cambio del euro es muy similar al utilizado en el ejercicio de septiembre. En cuanto a los supuestos fiscales, no hay novedades relevantes respecto al ejercicio de previsión de septiembre, que

- 1 Para la evolución de los mercados de exportación de España se ha empleado la información incluida en las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2015 elaboradas por el Eurosistema, con datos disponibles hasta el 19 de noviembre.
- 2 Véase el recuadro 5 del informe trimestral de septiembre de 2015.

Cuadro 1
ENTORNO INTERNACIONAL Y CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS (a)

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	2014	Proyección actual		Diferencias con proyección de septiembre de 2015	
		2015	2016	2015	2016
Entorno internacional					
Producto mundial	3,4	2,9	3,4	-0,1	-0,2
Mercados mundiales	3,5	1,5	3,5	-0,7	-0,4
Mercados de exportación de España	3,4	2,5	3,3	-0,7	-0,8
Precio del petróleo en dólares (nivel)	98,9	52,7	45,4	-0,9	-8,0
Precios de exportación de los competidores, en euros	-1,0	2,6	1,2	0,1	0,7
Condiciones monetarias y financieras					
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,3	1,1	1,1	0,0	0,0
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses)	0,2	0,0	-0,2	0,0	-0,1
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años)	2,7	1,7	1,8	-0,1	-0,5

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Fecha de cierre de la elaboración de los supuestos: 11 de diciembre de 2015.

ya incorporaba los efectos de las medidas recogidas en el proyecto de Presupuestos Generales del Estado (PGE)³.

En términos globales, la repercusión sobre el avance del PIB de las modificaciones en los supuestos sobre los que se condiciona la proyección es aproximadamente neutral, al verse compensado el impacto negativo del empeoramiento de los mercados de exportación por los efectos expansivos de los menores precios del petróleo y unas condiciones de financiación algo más favorables.

El crecimiento que se proyecta para el PIB se sigue sustentando en el empuje de la demanda interna, para la que se estima una contribución al avance del producto de 3,6 pp en 2015 y de 3,1 pp en 2016, en tanto que la demanda exterior neta tendría una aportación negativa en los dos años, como resultado de la fortaleza de las importaciones. Entre los componentes de la demanda interna, se espera que el consumo de los hogares mantenga un elevado dinamismo, impulsado principalmente por la evolución favorable del empleo, al tiempo que se mantiene el impacto expansivo sobre

la renta disponible de la caída del precio del petróleo, la reducción de la imposición directa y la devolución de la paga extra de los empleados públicos (que, en parte, tiene lugar al final de 2015 y, en parte, se espera que ocurra al inicio de 2016). Estos efectos perderían fuerza a lo largo del próximo ejercicio, por lo que se espera una cierta moderación del consumo privado conforme avance el año. Con todo, este componente crecería ligeramente por encima del 3 % en los dos años del período de previsión, con una moderada revisión al alza en 2016 con respecto a septiembre.

En el contexto ya descrito de mejora de las condiciones de financiación, se espera una prolongación de la actual recuperación de la inversión residencial, como refleja el repunte de las iniciaciones de vivienda y el incremento en las cifras de transacciones. Por su parte, la inversión empresarial continuará experimentando un crecimiento robusto, impulsada por la fortaleza de la demanda final, las condiciones financieras favorables y la necesidad de renovar y ampliar el capital existente.

En el ámbito del comercio exterior, se proyecta un mantenimiento del buen tono de las exportaciones durante el próximo año, sustentado en las ventas al resto del área del euro y en las ganancias de competitividad adicionales, que compensarían la debilidad de

3 Véase el recuadro 2 del informe trimestral de septiembre de 2015. El recuadro 2 de este informe describe la evolución reciente de la actuación de las AAPP en el ámbito presupuestario.

Cuadro 2
PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES MACROMAGNITUDES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a)

Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB

	2014	Proyección actual		Proyección de septiembre de 2015	
		2015	2016	2015	2016
PIB	1,4	3,2	2,8	3,1	2,7
Consumo privado	1,2	3,1	3,3	3,5	2,9
Consumo público	0,0	2,4	0,4	1,1	0,3
Formación bruta de capital fijo	3,5	6,2	5,3	6,5	6,6
Inversión en bienes de equipo y activos inmateriales	10,5	9,8	8,6	9,8	9,5
Inversión en construcción	-0,2	5,5	4,1	5,3	4,9
Exportación de bienes y servicios	5,1	5,8	4,6	4,9	5,0
Importación de bienes y servicios	6,4	7,5	5,9	6,3	6,4
Demanda nacional (contribución al crecimiento) (b)	1,6	3,6	3,1	3,4	3,0
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	-0,2	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3
PIB nominal	1,0	4,0	3,7	4,1	3,7
Deflactor del PIB	-0,4	0,8	0,9	0,9	1,0
Índice de precios de consumo (IPC)	-0,2	-0,5	0,7	-0,5	0,8
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	1,1	3,0	2,4	2,8	2,5
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	1,6	2,0	1,7	1,4	1,2

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.
Último dato publicado de la CNTR: tercer trimestre de 2015.

a Fecha de cierre de las predicciones: 17 de diciembre de 2015.

b Diferencia, a un decimal, entre el crecimiento del PIB y la contribución de la demanda exterior neta.

las economías emergentes. Por su parte, las importaciones continuarían mostrando un notable vigor, en línea con la demanda final. En comparación con las proyecciones precedentes, tanto las exportaciones como las importaciones se han revisado al alza en 2015, como resultado, principalmente, de la incorporación de las nuevas estimaciones de CNTR hasta el tercer trimestre, más favorables de lo previsto hace tres meses.

En este marco, se proyecta una capacidad de financiación de la nación algo mayor que la contemplada en septiembre (del 2 % y del 1,7 % del PIB este año y el que viene, respectivamente), debido, en su mayor parte, a un menor déficit de rentas, como resultado de la disminución del nivel de los tipos de interés, y a un incremento del saldo de las transferencias de capital.

Las actuales proyecciones contemplan la prolongación del proceso de creación de empleo que se viene observando desde finales de 2013, en un contexto de avance moderado de los costes laborales. El crecimiento del empleo, similar al de las proyecciones anteriores, comportará reducciones adicionales de la tasa de paro, hasta situarse al final del horizonte de proyección ligeramente por debajo del 20 % de la población activa.

En el período de proyección se espera un repunte gradual de la inflación, motivado por dos tipos de factores de distinta naturaleza. Por un lado, la gradual desaparición en las tasas interanuales de los efectos de las caídas pasadas del precio del petróleo llevará a un repunte del componente energético. Por otro lado, se espera que los precios del resto de la cesta de consumo se aceleren de forma paulatina, como consecuencia de la disminución del grado de holgura en la economía y, en menor medida, por los efectos desfasados de la pasada depreciación del tipo de cambio. Esta aceleración será, en todo caso, muy modesta, en un contexto de avance moderado de los costes salariales. La inflación, medida por los precios de consumo, solo registraría tasas de variación positivas al final de este año, lo que conduciría a un retroceso del 0,5 % en el promedio anual. El repunte posterior llevaría a una tasa media del 0,7 % en 2016. Se estima que el deflactor del PIB podría crecer, en promedio, un 0,8 % este año y un 0,9 % el próximo, valores similares a los proyectados en septiembre.

Los riesgos que rodean al escenario central de crecimiento del PIB permanecen ligeramente inclinados a la baja, debido, fundamentalmente, a factores de naturaleza externa. En particular, persiste un elevado grado de incertidumbre acerca de la senda de recuperación de las economías emergentes, en un contexto en el que el tensionamiento gradual de la política monetaria en Estados Unidos podría desencadenar un endurecimiento en las condiciones de financiación de algunas de estas economías. A escala interna, la principal fuente de incertidumbre está asociada al curso de las políticas económicas. En particular, un posible agotamiento en el proceso de aplicación de reformas estructurales podría afectar negativamente las expectativas de crecimiento e incidir negativamente en las decisiones corrientes de consumo e inversión. Asimismo, la necesidad de corregir eventuales desviaciones en la ejecución de los planes presupuestarios de las AAPP, cuyo cumplimiento es esencial para preservar la confianza de los agentes, podría comportar algún efecto negativo sobre la actividad a corto plazo. Por otro lado, no se puede descartar que algunos de los impulsos presentes en la actualidad prolonguen sus efectos más allá de lo que contempla este escenario central. En este sentido, es preciso tener en cuenta, en particular, la dificultad para estimar con precisión los efectos de las medidas no convencionales de política monetaria sobre variables como el tipo de cambio, o el coste y la disponibilidad de financiación.

En el terreno de la inflación, los riesgos de desviación también presentan un balance ligeramente negativo, procedentes de una hipotética materialización de los escenarios más desfavorables de evolución de la economía mundial que se han descrito en el párrafo precedente. Una eventual intensificación de la desaceleración en las economías emergentes podría, en particular, impactar negativamente sobre la trayectoria de los precios del petróleo y, en general, las materias primas. Un elemento moderador de los riesgos a la baja sobre el comportamiento de la inflación es la ampliación de las medidas de política monetaria adoptadas por el BCE, que han reducido los riesgos de un eventual desanclaje de las expectativas de inflación. Por último, la incertidumbre en torno a las proyecciones de precios se ve acrecentada por una posible persistencia de un nivel elevado de volatilidad de los tipos de cambio, en un contexto caracterizado por una mayor divergencia entre las políticas monetarias de las principales economías desarrolladas.

Las últimas cifras publicadas del conjunto del sector Administraciones Públicas (AAPP), según la Contabilidad Nacional, se refieren al primer semestre del año. De acuerdo con esa información, las AAPP registraron en dicho período un déficit del 2,9 % del PIB, frente al 3,4 % del PIB del mismo período del año anterior. Asimismo, se dispone de información más adelantada, hasta el tercer trimestre, correspondiente al agregado de la Administración Central, la Seguridad Social (SS) y las Comunidades Autónomas (CCAA). De acuerdo con estos datos (véase cuadro adjunto), el agregado de estos subsectores registró en el período enero-septiembre un déficit del 3,4 % del PIB, lo

que supuso una mejora de 0,6 pp de PIB con respecto al mismo período de 2014 (excluyendo, en cualquier caso, las ayudas a las instituciones financieras). El cumplimiento del objetivo de déficit para el total de las AAPP para este año (4,2 % del PIB) requiere una mejora de 1,6 pp del PIB con respecto al año anterior (véase gráfico 1).

Por subsectores de las AAPP, la evolución es dispar (véase cuadro adjunto). Mientras que la Administración Central mejoró su déficit en enero-septiembre en 0,7 pp del PIB con respecto al mismo período del año pasado, en línea con el ajuste requerido para el

Cuadro
EVOLUCIÓN DE LAS CUENTAS DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (a)

	Millones de euros	Tasas de variación interanual			
	2014 ene-dic	2014 ene-dic	2014 ene-sep	2015 ene-jun	2015 ene-sep
1 Recursos totales (b)	357.269	1,8	2,1	2,9	3,0
Impuestos sobre producción e importaciones	95.067	3,4	3,6	6,7	7,2
Impuestos sobre la renta y el patrimonio	97.197	0,4	1,7	5,2	4,6
Cotizaciones sociales	129.832	1,5	1,1	1,6	1,5
Otros recursos (b)	35.173	2,4	2,6	-12,3	-9,6
2 Empleos totales (b) (c)	410.687	0,1	-0,3	1,1	1,6
Remuneración de asalariados	94.278	0,1	0,1	3,5	2,9
Otros gastos en consumo final (d)	63.245	-0,0	0,9	3,5	3,3
Prestaciones sociales (no en especie)	170.221	0,0	-1,2	-0,0	0,1
Intereses efectivos pagados	34.615	2,2	2,0	-5,1	-6,3
Subvenciones	9.901	4,6	24,9	17,5	23,8
Otros empleos y transferencias corrientes (b)	15.702	-4,1	-3,6	-3,6	-5,7
Formación bruta de capital	16.217	-9,0	-10,0	1,2	15,1
Otros gastos de capital (b) (c)	6.508	23,9	19,3	7,5	7,6

	Millones de euros	En porcentaje del PIB nominal anual (f)			
	2014 ene-dic	2014 ene-dic	2014 ene-sep	2015 ene-sep	Objetivos oficiales 2015
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación					
3 Agregado consolidado (3 = 3.1 + 3.2 + 3.3) (c)	-66.066	-6,3	-4,0	-3,4	-4,2
3.1 Administración Central (c)	-37.018	-3,6	-2,9	-2,2	-2,9
3.2 Fondos de la Seguridad Social	-10.866	-1,0	0,0	-0,3	-0,6
3.3 Administración Regional	-18.182	-1,7	-1,1	-1,0	-0,7
4 Corporaciones Locales	5.938	0,6	0,4		0,0
5 Total AAPP (5 = 3 + 4) (c)	-60.128	-5,8	-3,6		-4,2
Pro memoria					
Ayudas a instituciones financieras (e)	1.191	0,1	0,1	0,0	—
Deuda pública (PDE)	1.033.737	99,3	98,4	99,3	99,7

FUENTES: Intervención General de la Administración del Estado (IGAE) y Plan Presupuestario 2016 (publicado el 11 de septiembre de 2015), excepto la formación bruta de capital (PDE septiembre 2015).

- a Los datos de ingresos y gastos se refieren a las cuentas del agregado consolidado de Administración Central, Administración Regional y Fondos de la Seguridad Social. No se incluyen, por tanto, las Corporaciones Locales, dado que no se dispone de información mensual.
- b Consolidado de las transferencias a otras AAPP (CCLL).
- c Excluye ayudas a instituciones financieras.
- d Incluye consumos intermedios y transferencias sociales en especie de productores de mercado.
- e Transferencias de capital concedidas a instituciones financieras.
- f Para 2015 se toma el PIB nominal anual previsto en el Plan Presupuestario 2016. En el caso de la deuda, el PIB a precios de mercado se ha elaborado a partir de la serie oficial de la CNE trimestral que publica el INE, agregando los últimos cuatro trimestres para cada fecha de referencia.

cumplimiento de su objetivo anual, la SS empeoró en 0,3 pp, lo que contrasta con la mejora presupuestada para el conjunto de 2015, de 0,4 pp. Por su parte, las CCAA registraron un avance de 0,1 pp del PIB en dicho período, frente a la mejora anual necesaria para el cumplimiento de su objetivo para este año, de 1 pp. Con respecto a las CCLL, se dispone de datos algo más retrasados, hasta junio, que muestran un superávit de 0,2 pp del PIB, algo superior al del mismo período de 2014, frente al objetivo de reducción de 0,6 pp del saldo presupuestario en 2015. Con la información disponible, por tanto, los riesgos de desviación con respecto a los objetivos se concentrarían en las CCAA y la SS, que podrían verse compensados parcialmente por una mejor evolución respecto a lo previsto de CCLL y de la Administración Central.

Por partidas, los ingresos de las AAPP (excluyendo CCLL) aumentaron un 3 % hasta septiembre en tasa interanual (véase cuadro adjunto). Este aumento supone una ligera mejora con respecto al trimestre anterior, que se debe, sobre todo, a la recaudación impositiva, a pesar del impacto negativo de la reciente reforma fiscal, y, en menor medida, a los recursos no impositivos. Se dispone de alguna información adicional hasta octubre relativa a los impuestos compartidos por el Estado, las CCAA y las CCLL y las cotizaciones a la SS en términos de caja, en la que se detecta una ligera aceleración adicional de los ingresos. En cualquier caso, los ingresos públicos deberían continuar repuntando en el último tramo del año para alcanzar el objetivo oficial de un aumento en torno al 4 %. Por su parte, los gastos de las AAPP (excluyendo las CCLL) se aceleraron en el tercer trimestre, presentando una tasa de variación del 1,6 % en enero-septiembre, frente al 1,1 % del primer semestre. Algunos datos parciales disponibles para octubre parecen apuntar a una ligera aceleración adicional en el gasto, tanto en las prestaciones sociales (por la menor caída en los pagos por desempleo) como en la remuneración de asalariados. Cabe recordar, además, que a lo largo del último trimestre del año se completará el abono de una cuarta

parte adicional de la paga extra de los empleados públicos suprimida en 2012.

La ratio de deuda de las AAPP¹ sobre el PIB se situó en septiembre en el 99,3 %, lo que supone un nivel similar al del cierre del año 2014 (véanse el cuadro y el gráfico 2). El objetivo oficial para el año 2015 es el 99,7 % del PIB. Las todavía elevadas necesidades de financiación de las AAPP impulsan al alza la ratio de deuda, pero este efecto se compensa con el crecimiento nominal del PIB. Por otra parte, la mejora de las condiciones de financiación está contribuyendo a mitigar el efecto de la elevada deuda sobre los gastos financieros, que en porcentaje del PIB han caído en torno a 0,2 pp durante la parte transcurrida de 2015. Por instrumentos, el grueso de la financiación se ha seguido cubriendo con el recurso a la emisión de títulos de medio y largo plazo. El desglose por tenedores evidencia que los principales compradores fueron los no residentes y, en menor medida, las instituciones financieras distintas de las entidades de crédito (entre las que se incluye el Banco de España), mientras que estas últimas redujeron sus tenencias de estos activos.

Finalmente, hay que señalar que, el 11 de septiembre, el Gobierno presentó el Plan Presupuestario de las AAPP para 2016², que se remitió a la Comisión Europea. Dicho plan, en línea con las recomendaciones del Consejo Europeo, estableció como objetivos de déficit público un 4,2 % del PIB en 2015 y un 2,8 % del PIB en 2016, de manera que su cumplimiento permitiría salir a España de la situación de déficit público excesivo (déficit superior al 3 % del PIB) en 2016. La Comisión Europea (CE), en su Dictamen³ de 12 de octubre de 2015, estimó que el Plan Presupuestario corre el

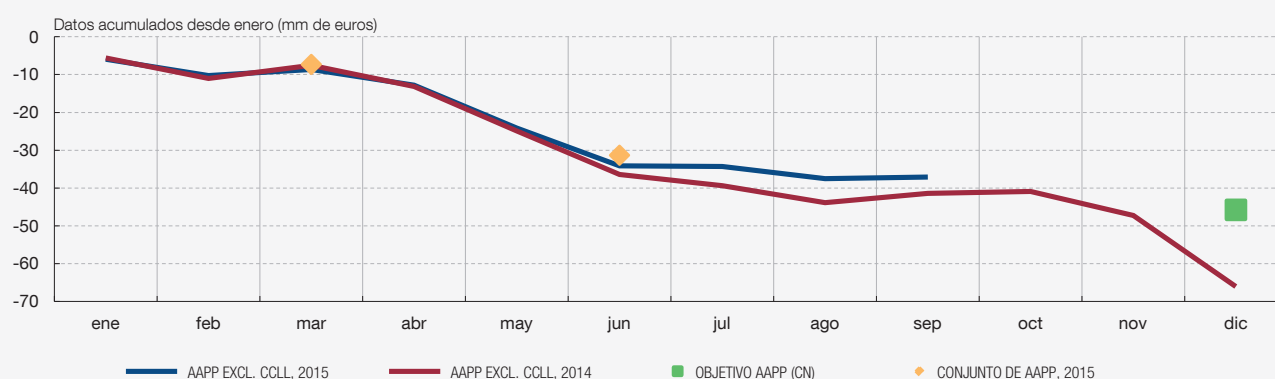
1 Contabilizada siguiendo la metodología del Protocolo de Déficit Excesivo (deuda PDE).

2 Véase el *Boletín Económico* del Banco de España, de septiembre 2015.

3 http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/dbp/2015/es_2015-10-12_co_en.pdf.

Gráfico 1

SALDO PRESUPUESTARIO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS EN CONTABILIDAD NACIONAL (excl. ayudas a IIFF)



FUENTES: IGAE y Ministerio de Economía y Hacienda.

riesgo de incumplir las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). En concreto, la CE prevé un déficit público del 4,7 % y del 3,6 % del PIB en 2015 y 2016, respectivamente. Por ello, la CE instó a las autoridades españolas a ejecutar estrictamente el presupuesto de 2015 y a tomar las medidas necesarias en el marco del procedimiento presupuestario nacional para garantizar que el presupuesto para 2016 cumpla con el PEC. Asimismo, dado que el Plan Presupuestario no incluía medidas actualizadas y

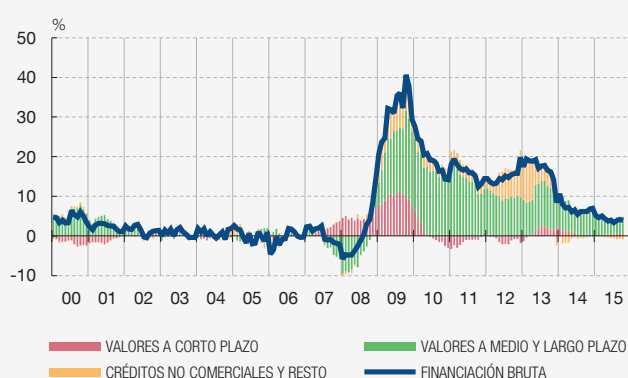
detalladas para los gobiernos autonómicos, la CE instó a las autoridades españolas a presentar un Plan Presupuestario actualizado, que incluya, en particular, medidas de las CCAA plenamente especificadas, tan pronto como sea posible. Asimismo, la CE consideró que España ha realizado ciertos avances hacia el cumplimiento de las recomendaciones que le había dirigido el Consejo en el marco del Semestre Europeo de 2015, relativas a la gobernanza fiscal, e instó a las autoridades a realizar más progresos.

Gráfico 2

FINANCIACIÓN DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

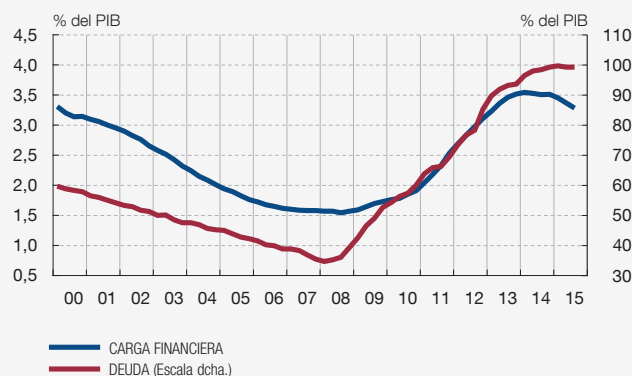
1 FINANCIACIÓN BRUTA

Tasa interanual y contribuciones por instrumentos



2 CARGA FINANCIERA POR INTERESES Y RATIO DE DEUDA

Datos acumulados de cuatro trimestres



FUENTE: Banco de España.

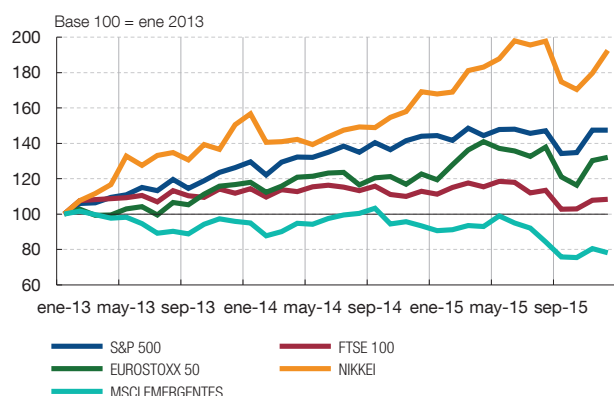
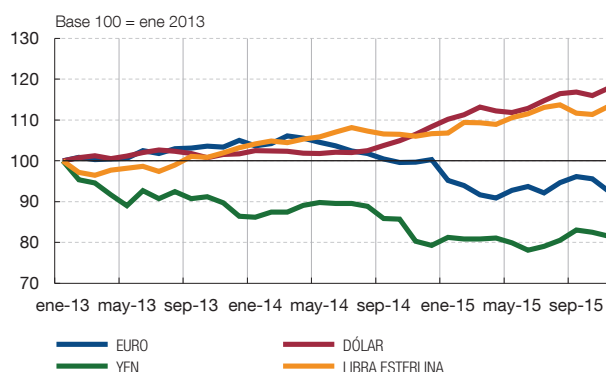
2.1 Entorno exterior del área del euro

Durante los últimos tres meses, el escenario económico internacional se caracterizó por el retorno a una cierta estabilidad en los mercados financieros internacionales, tras las turbulencias experimentadas en los meses de verano, asociadas a las dudas sobre la intensidad de la desaceleración de la actividad en China, que han tendido a disiparse a partir de septiembre. En este período, el crecimiento del PIB de las economías avanzadas fue moderado, impulsado por la demanda interna, en un contexto caracterizado por la ampliación de las divergencias en el tono de la política monetaria entre Estados Unidos y el área del euro. Las economías emergentes, por su parte, mostraron un comportamiento dispar. En el lado más favorable se encuentran las economías emergentes de Asia y Europa del Este y Central, que presentaron crecimientos sostenidos. Por el contrario, los indicadores de actividad de Brasil continuaron señalando una profunda recesión. En este contexto, el comportamiento de los precios no experimentó cambios significativos, con tasas de inflación que se mantienen muy bajas en los países avanzados y en Asia, como consecuencia de los descensos acumulados en el precio de la energía y del mantenimiento de la inflación subyacente en niveles en general inferiores a los objetivos de los bancos centrales. En cambio, en los países emergentes que han experimentado una mayor depreciación de sus monedas, como en algunos de América Latina, la inflación tendió a superar los objetivos de las autoridades monetarias.

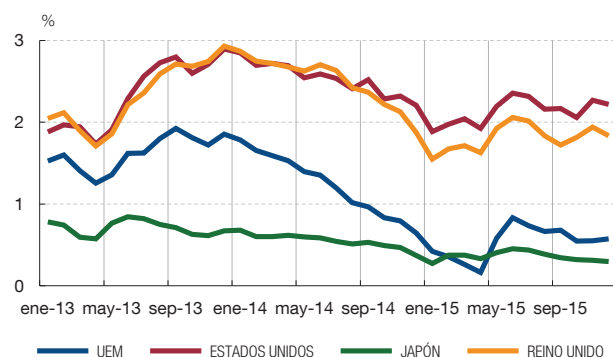
El tono general de los mercados financieros durante la mayor parte del trimestre fue positivo, apreciándose una notable reducción de la volatilidad tras el repunte sufrido durante el segundo trimestre. De esta forma, fueron las expectativas de subida de tipos en Estados Unidos las que dominaron los desarrollos de los mercados, favoreciendo una apreciación del dólar y un incremento en los tipos de interés en Estados Unidos en el corto y medio plazo. Sin embargo, en diciembre, tras la reunión del BCE y el nuevo descenso del precio del petróleo —que se situó por debajo de los 40 dólares por barril de *Brent*—, la volatilidad experimentó un cierto repunte. La caída del precio del petróleo, que se intensificó a raíz del abandono de la meta diaria de producción por parte de la OPEP y por las perspectivas de menor demanda ante la posibilidad de que el invierno sea más cálido de lo habitual, afectó especialmente a las empresas energéticas y los sectores de mayor riesgo. En los mercados emergentes, en el trimestre se produjo una mejoría en los países más vulnerables, como Brasil, Rusia o Turquía, y una recuperación de la bolsa en China, que aumentó un 18 %, por lo que se mantiene un 40 % por encima de su nivel de hace un año. Los flujos financieros a emergentes continuaron mostrando debilidad, tanto por la salida de capitales de los fondos, particularmente en aquellos centrados en la deuda en moneda local, como por las emisiones en el mercado primario, que registraron una caída de alrededor del 45 % con respecto al año pasado. Asimismo, la inversión extranjera directa, según los datos de la balanza de pagos, se ha reducido este año hasta el nivel de 2006.

En las economías avanzadas de fuera del área del euro, los datos revisados del tercer trimestre mostraron un crecimiento moderado. En Estados Unidos, el PIB creció un 2,1 % en tasa trimestral anualizada, un dato marcado por la aportación negativa del sector exterior frente a la mayor robustez del consumo interno. En este sentido, como se analiza en detalle en el recuadro 3, el buen comportamiento del empleo determinó la decisión de la Reserva Federal de iniciar el proceso de normalización de las condiciones monetarias, con un aumento de 25 pb de los tipos de interés en su reunión de diciembre. En todo caso,

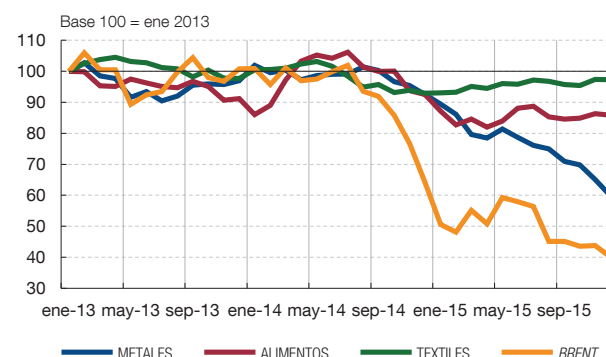
1 ÍNDICES BURSÁTILES

2 TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES CON IPC
FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS

3 TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (a)



4 MATERIAS PRIMAS

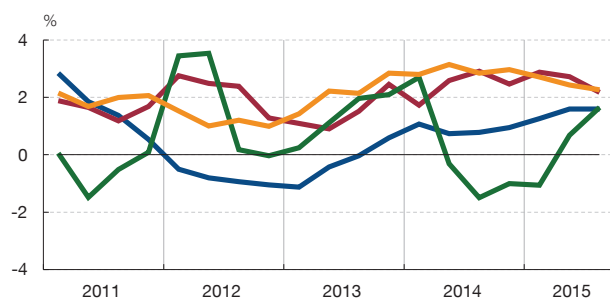
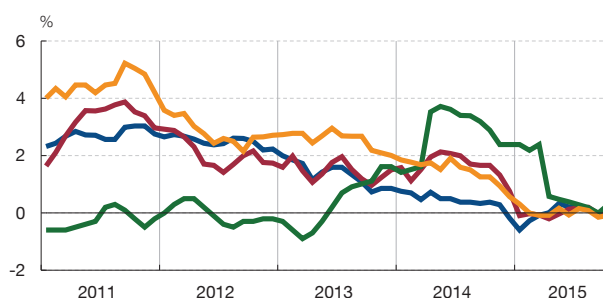


FUENTES: Datastream y Banco de España.

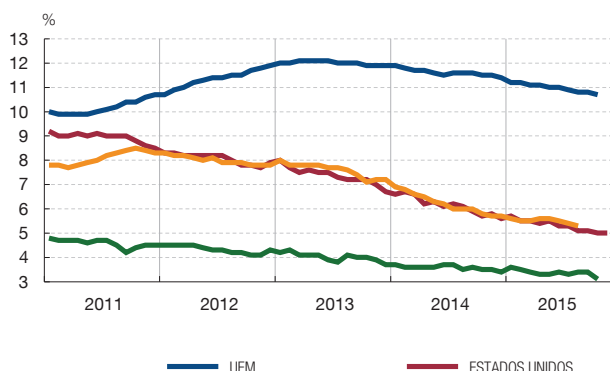
a Rendimientos de la deuda pública a diez años.

la Reserva Federal ha mostrado su intención de que los aumentos de tipos de interés se produzcan de forma gradual. Por otra parte, los datos de mayor frecuencia del cuarto trimestre apuntan a una cierta desaceleración de la actividad, especialmente del sector manufacturero, como consecuencia de la apreciación del dólar y de la caída de la inversión en el sector de energía por el bajo precio del petróleo. En el Reino Unido, el tercer trimestre cerró con un avance de la actividad del 0,5 % trimestral, similar al del segundo trimestre, siendo previsible la prolongación de este ritmo de crecimiento a tenor de los datos parciales del último trimestre. Por último, en Japón, la revisión del PIB en el tercer trimestre dejó el crecimiento en un 1 % trimestral anualizado, tras la caída del 0,5 % del segundo trimestre. La inflación, por su parte, continuó en tasas muy reducidas en todas las economías avanzadas.

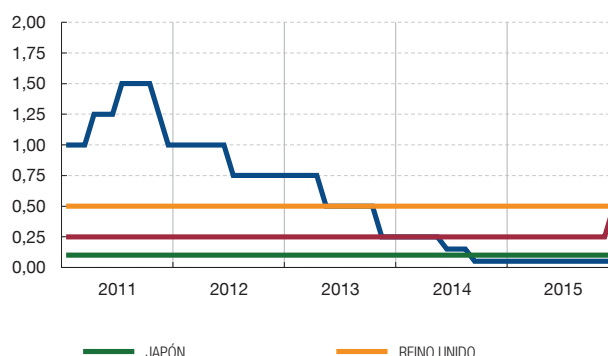
La actividad en las economías emergentes mostró un comportamiento heterogéneo. En China, el crecimiento en el tercer trimestre fue del 6,9 %, en línea con el objetivo de crecimiento de las autoridades para el conjunto del año. La inflación, sin embargo, se mantuvo en el entorno del 1,5 %, muy por debajo del objetivo (3 %). En este contexto, la política monetaria reaccionó con un recorte de los tipos de interés y una disminución del coeficiente de reservas. En este trimestre se han culminado algunas reformas importantes en el ámbito financiero, destacando, en particular, la liberalización total de los tipos de interés de depósito; además, el Fondo Monetario Internacional ha aceptado la inclusión del renminbi

1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual2 INFLACIÓN
Tasa interanual

3 TASA DE PARO (a)



4 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



FUENTES: Datastream y Banco de España.

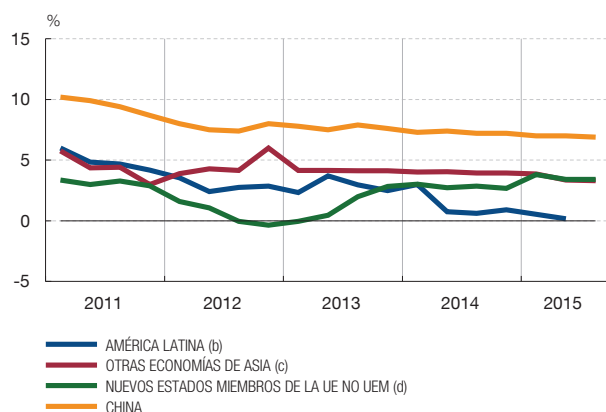
a Porcentaje de la población activa.

dentro de la cesta de monedas usadas para calcular los Derechos Especiales de Giro. En Asia emergente y en los países de la UE no pertenecientes al área del euro, el crecimiento continuó siendo sostenido, en especial en la India, donde la tasa de avance interanual se mantuvo por encima del 7 %. La inflación en Asia Emergente registró un ligero repunte, debido al aumento de los precios de los alimentos, mientras que en los países de la UE no pertenecientes al área del euro la inflación continuó en registros muy reducidos.

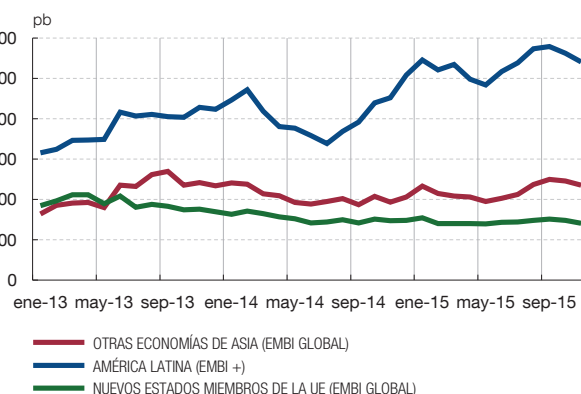
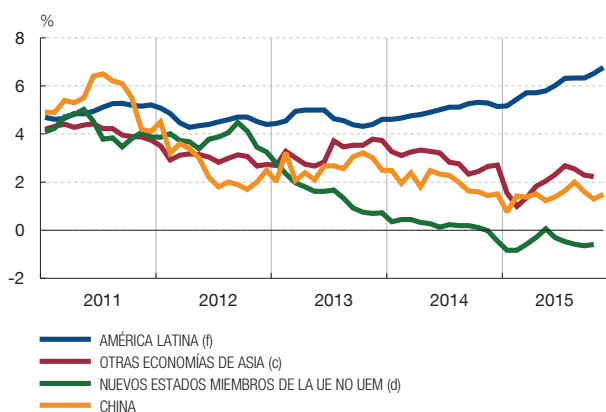
La evolución de América Latina estuvo marcada por la profundización de la recesión en Brasil, en donde la actividad cayó un -1,7 % intertrimestral en el tercer trimestre, situando la tasa interanual en el -4,5 %, como resultado de la fuerte caída de la demanda interna. El crecimiento en el resto de los países de la región mostró señales más positivas, especialmente en México, Colombia y Chile. La inflación, sin embargo, volvió a repuntar en el conjunto de la región, por lo que los bancos centrales de Colombia y Chile han aumentado los tipos de interés. En Argentina y Venezuela se celebraron elecciones presidenciales y parlamentarias, respectivamente, que resultaron en una victoria de la oposición en ambos casos, lo que puede señalar un giro en las políticas económicas hacia la corrección de los fuertes desequilibrios que venían experimentando ambas economías.

2.2 El área del euro y la política monetaria del BCE

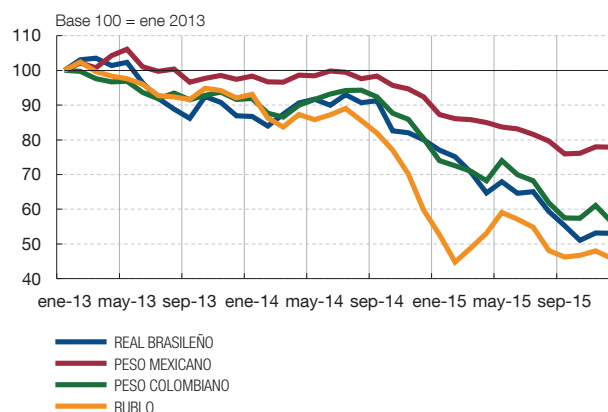
En el área del euro, la recuperación económica continuó en los últimos meses del año, impulsada por la expansión de la demanda interna, en un contexto exterior menos favorable que ha frenado el avance de las exportaciones y de la inversión empresarial. La orientación acomodaticia de la política monetaria, los bajos precios de la energía —que incrementan

1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual

2 DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)

3 PRECIOS DE CONSUMO
Tasa interanual

4 TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR (g)



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

- a El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.
b Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.
c Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong-Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.
d Polonia, Hungría, República Checa, Bulgaria, Rumanía y, desde julio de 2013, Croacia.
e Diferenciales del EMBI de JP Morgan. América Latina incluye Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Panamá, Perú y Venezuela. Asia incluye China, Indonesia, Irak, Kazajistán, Malasia, Pakistán, Filipinas, Sri Lanka y Vietnam. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría, Polonia, Rumanía y, desde julio de 2013, Croacia.
f Brasil, Chile, México, Colombia y Perú.
g Una disminución del índice supone depreciación de la moneda local.

la renta real disponible de los hogares y los beneficios empresariales— y el tono algo más expansivo de la política fiscal han compensado la creciente debilidad de la demanda de las economías emergentes y la moderación del comercio mundial. De hecho, el ejercicio de previsiones de diciembre del Eurosistema proyectaba para el conjunto del área, en línea con la mayoría de las predicciones disponibles, una ligera aceleración del crecimiento económico a corto y medio plazo, con tasas de avance del PIB del 1,5 % en 2015, que se incrementarán hasta el 1,7 % en 2016 y el 1,9 % en 2017.

En el ámbito de los precios, la debilidad de la recuperación y la persistencia de un elevado grado de holgura condicionan la evolución a medio plazo de la tasa de inflación. El reciente ejercicio de proyecciones del Eurosistema ha incorporado una nueva, aunque moderada, reducción a la baja de las previsiones de inflación, que ahora se sitúan en el 0,1 %, 1 % y 1,6 % en 2015, 2016 y 2017, respectivamente. En este contexto, el Consejo de Gobierno

	2014				2015			
	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Contabilidad Nacional (tasa intertrimestral)								
PIB	0,2	0,1	0,3	0,4	0,5	0,4	0,3	
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
Demanda interna, excluidas existencias	0,1	0,0	0,4	0,5	0,7	0,2	0,4	
Variación de existencias	0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,1	-0,2	0,2	
Demanda exterior neta	-0,1	0,0	0,1	0,1	-0,2	0,4	-0,3	
Otros indicadores								
Tasa de paro	11,8	11,6	11,6	11,5	11,2	11,0	10,8	10,7
IAPC (tasa interanual)	0,5	0,5	0,3	-0,2	-0,1	0,2	-0,1	0,2
IPSEBENE (tasa interanual)	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,8	0,8	0,9

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

a Información disponible hasta el día 17 de diciembre de 2015.

del BCE adoptó un paquete de medidas de relajación adicional de la política monetaria en su reunión del 3 de diciembre. Estas medidas, que se detallan en el recuadro 4, contribuirán a anclar las expectativas de inflación y a acelerar el retorno de esta a tasas más compatibles con el objetivo de medio plazo de la política monetaria.

Por otra parte, el 21 de octubre, la Comisión Europea (CE) publicó sus propuestas para seguir avanzando en el corto plazo hacia una unión monetaria más sólida, siguiendo las orientaciones del Informe de los Cinco Presidentes, que, en una primera fase, pone el énfasis en la implementación de medidas que impulsen los procesos de convergencia entre los países de la UEM y la coordinación de sus políticas económicas. Así, la CE aprobó la creación de la Junta Fiscal Europea, un organismo independiente de carácter consultivo que evaluará el cumplimiento de las reglas fiscales y la adecuación del tono agregado de la política fiscal para el área del euro en su conjunto. La CE, además, recomendó la creación de Consejos Nacionales de Competitividad y presentó una propuesta para unificar la representación externa del área del euro. Posteriormente, en noviembre, la Comisión presentó una iniciativa legislativa para la creación de un Sistema de Garantía de Depósitos Europeo, que supone un paso decisivo para completar a medio plazo la arquitectura de la Unión Bancaria, pendiente, fundamentalmente, de clarificar los aspectos fiscales. Por último, también en noviembre, se publicaron en el marco del Semestre Europeo las recomendaciones de política económica para el área del euro en 2016 y se llegó a un acuerdo sobre financiación-puente del Fondo Único de Resolución, que entrará en funcionamiento el 1 de enero de 2016.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA

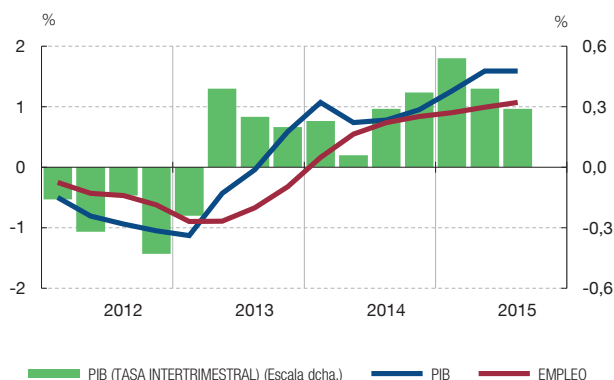
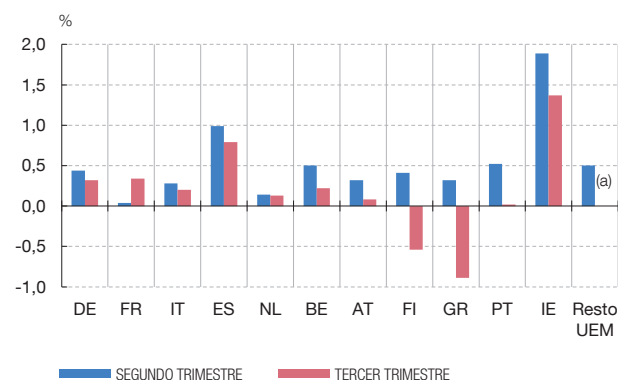
El PIB del área del euro avanzó un 0,3 % en el tercer trimestre de 2015, una décima menos que en el trimestre anterior (véase cuadro 2). La moderación del crecimiento se debió a la contribución negativa de la demanda exterior neta, que fue solo parcialmente compensada por el avance más intenso de la demanda interna. En efecto, las exportaciones registraron una brusca ralentización en dicho período, reflejo de la debilidad del comercio mundial, mientras que las importaciones mantuvieron su ritmo de avance. La aceleración de la demanda interna, por su parte, se basó en el dinamismo del consumo privado —alentado por la gradual mejora de las condiciones de financiación y del mercado laboral, y por el efecto favorable sobre la renta de los hogares de la disminución de los precios energéticos— y del consumo público, asociado en este caso al gasto que algunos Estados han

tenido que afrontar para asistir al flujo de refugiados recibidos desde el verano. Por el contrario, la formación bruta de capital fijo registró una variación nula, tras el débil crecimiento del trimestre precedente. Por países, se observó una moderación generalizada de las tasas de crecimiento, que, entre los de mayor tamaño, se extendió a Alemania (0,3 %), Italia (0,2 %) y España (0,8 %), mientras que en Francia se apreció un repunte de la variación del producto hasta el 0,3 %, tras su estancamiento durante el trimestre precedente.

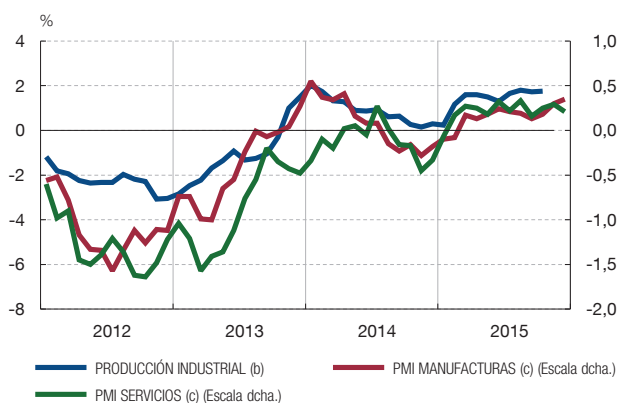
La información coyuntural correspondiente al cuarto trimestre de 2015 indica que la expansión económica del área podría haberse prolongado en ese período a un ritmo algo superior al del trimestre precedente (véase gráfico 5). El consumo privado habría mantenido un comportamiento favorable en el tramo final del año, impulsado por la mejora de la confianza de los hogares, la progresiva disminución de la tasa de paro y el incremento de la renta real ligado a la contención de los precios de la energía. En el caso de la inversión, cabría esperar también una cierta recuperación, sustentada fundamentalmente en la mejora de las condiciones financieras. Así, tal y como se detalla en el recuadro 5, la Encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas en el área del euro, referida al período de abril-septiembre de 2015, señala que, por segunda vez desde 2009, el conjunto de pequeñas y medianas empresas declararon una mejora en la disponibilidad de fuentes de financiación externa y la aplicación de condiciones más favorables por parte de los bancos a la hora de conceder nuevos créditos. Además, la recomposición de los márgenes empresariales impulsada por los bajos precios de la energía, el progresivo incremento de los indicadores de utilización de la capacidad productiva en los últimos trimestres, hasta situarse por encima de su promedio de largo plazo, y el leve repunte experimentado por la cartera de pedidos en los meses transcurridos del cuarto trimestre podrían favorecer también la recuperación de la inversión. Finalmente, por lo que respecta a las exportaciones, su retroceso —reflejado, sobre todo, en la caída de la cartera de pedidos exteriores— se ha concentrado en las ventas destinadas a países de fuera del área del euro, en contraste con el mejor comportamiento de las exportaciones dentro del área.

En definitiva, los factores que sustentan el mantenimiento de la demanda interna y el empleo en los países del área del euro son múltiples e incluyen el impulso a la renta real de los hogares y a los beneficios empresariales asociado al retroceso de los precios de la energía, el descenso de los costes de financiación de empresas y familias facilitado por las medidas de expansión monetaria aprobadas por el BCE, el tono más expansivo de la política fiscal tras un período prolongado de consolidación presupuestaria y la depreciación del tipo de cambio del euro, que ha impulsado la competitividad exterior. En sentido contrario, la incertidumbre sobre las perspectivas de las economías emergentes y la reciente volatilidad de los mercados financieros representan factores de riesgo que podrían constreñir el avance de la inversión y de las exportaciones en los próximos trimestres. La acción conjunta de estos elementos se ha traducido, durante la última parte del año, en una ligera corrección al alza de las previsiones de crecimiento a medio plazo de organismos internacionales y analistas privados (véase cuadro 3). Entre los más recientes, el ejercicio de proyecciones del Eurosistema de diciembre mantuvo el crecimiento esperado para 2016 en el 1,7 %, pero elevó los correspondientes a 2015 y 2017 en una décima, hasta el 1,5 % y el 1,9 %, respectivamente, con una evolución más positiva de la demanda interna y un comportamiento más desfavorable del sector exterior.

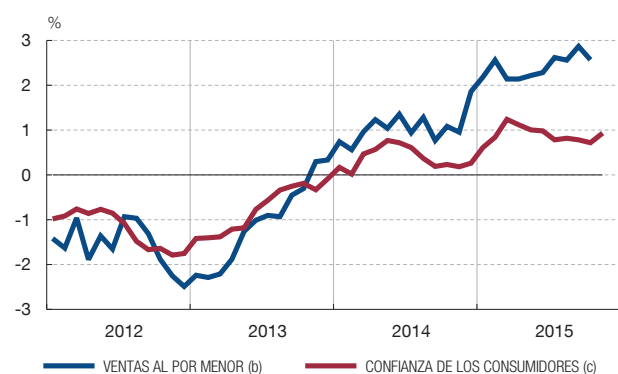
En el ámbito de los precios, la inflación general se situó en noviembre en el 0,2 %, una décima más que en el mes precedente, mientras que el incremento del IPSEBENE se moderó una décima, hasta el 0,9 % (véase gráfico 6). Por componentes, el energético continúa registrando descensos significativos y también cierta volatilidad, en línea con la evolución del precio

1 PRODUCCIÓN Y EMPLEO
Tasa interanual2 PIB POR PAÍSES
Tasa intertrimestral

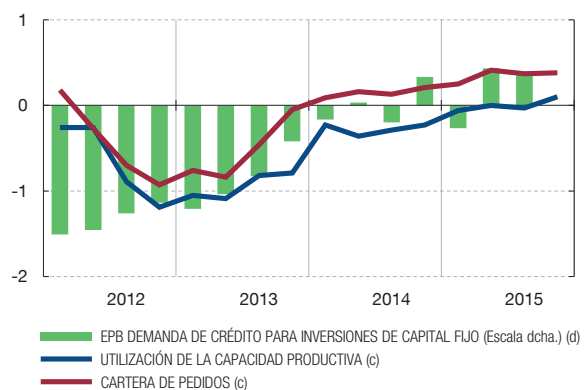
3 INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL Y SERVICIOS



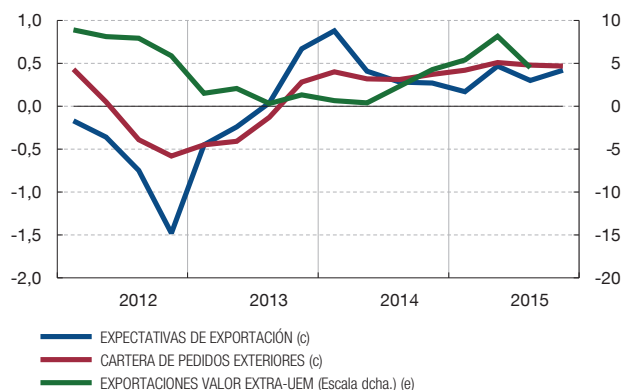
4 INDICADORES DE CONSUMO



5 INDICADORES DE INVERSIÓN



6 INDICADORES DE EXPORTACIONES



FUENTES: Eurostat, Markit Economics y Banco de España.

a Dato no disponible para el tercer trimestre.

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

c Series normalizadas para el periodo representado.

d Encuesta sobre Préstamos Bancarios. Indicador = porcentaje de entidades que señalan aumento considerable + porcentaje de entidades que señalan cierto aumento $\times 0,5$ - porcentaje de entidades que señalan un cierto descenso $\times 0,5$ - porcentaje de entidades que señalan un descenso considerable. Un valor positivo significa aumento.

e Tasas interanuales de la serie mensual original. Media trimestral.

[Descargar](#)

	2015		2016	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
BCE (diciembre de 2015)	1,5	0,1	1,7	1,0
CE (noviembre de 2015)	1,6	0,1	1,8	1,0
Fondo Monetario Internacional (octubre de 2015)	1,5	0,2	1,6	1,0
OCDE (noviembre de 2015)	1,5	0,1	1,8	0,9
Consensus Forecast (diciembre de 2015)	1,5	0,1	1,7	1,0
Eurobarómetro (diciembre de 2015)	1,5	0,1	1,7	1,0

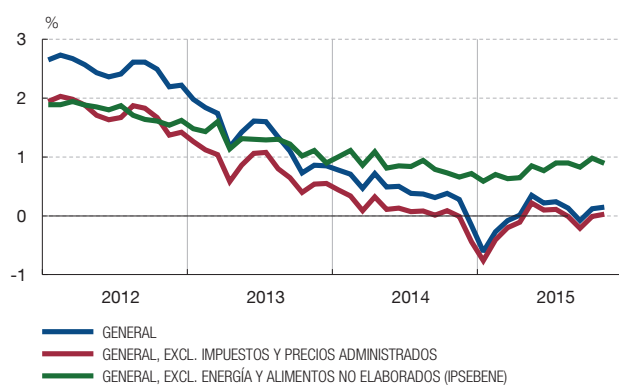
FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea, *Consensus Forecast*, Fondo Monetario Internacional, MJ Economics y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

UEM. INDICADORES DE PRECIOS

GRÁFICO 6

Tasas de variación interanual

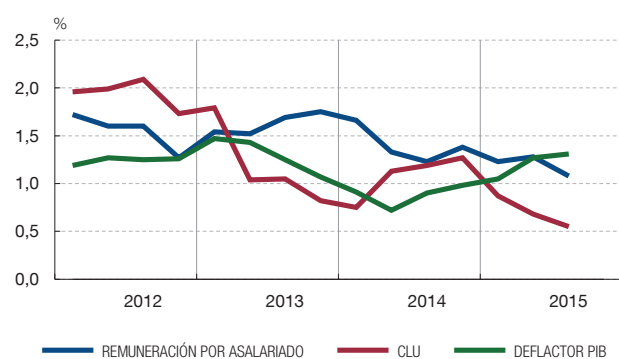
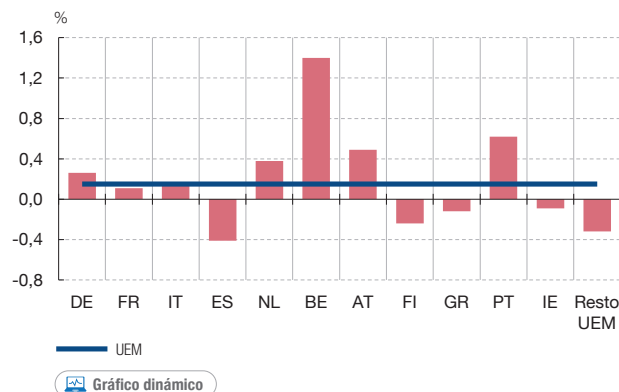
1 ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



2 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



3 SALARIOS Y COSTES

4 IAPC GENERAL
Noviembre de 2015

FUENTES: Eurostat, Reuters y Banco Central Europeo.

a Inflación implícita calculada a partir de los *swaps* de inflación.

[Descargar](#)

del petróleo. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos muestran incrementos crecientes, ligados a la evolución del tipo de cambio del euro, mientras que los correspondientes a los servicios mantienen tasas de crecimiento modestas. La existencia de una brecha de producción elevada, la caída de los precios de las materias primas, la moderada

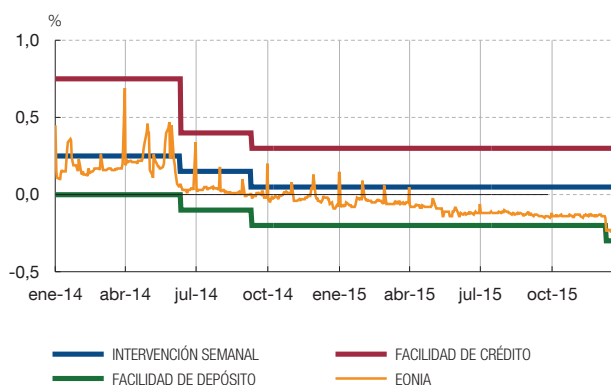
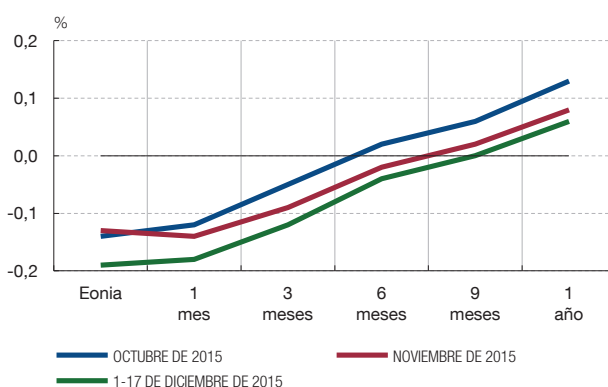
evolución de los salarios y el aumento de la competencia impulsado por las reformas que se están llevando a cabo en el mercado de productos sugieren la ausencia de tensiones inflacionistas en el medio plazo, como se refleja en los indicadores de expectativas de inflación, que se mantienen todavía en niveles algo alejados de la referencia del 2 %. La progresiva recuperación de la inflación prevista en el ejercicio de proyecciones del Eurosistema de diciembre, hasta alcanzar el 1,6 % en 2017, se fundamenta en el efecto retrasado de la depreciación del euro, los efectos de base relacionados con los precios energéticos y, más a medio plazo, la previsible aceleración de los salarios y de los márgenes empresariales a medida que se consolide la recuperación de la actividad y disminuya el desempleo.

En el ámbito fiscal, el pasado 11 de noviembre, la CE emitió su valoración de los borradores de planes presupuestarios para 2016 que han presentado los distintos países. Según los cálculos de la CE, una vez incorporados dichos borradores, el déficit público en el conjunto de la UEM se situará en el 2 % del PIB en 2015 y en el 1,8 % en 2016. Por su parte, la deuda pública, tras haber alcanzado un máximo en 2014, tenderá a reducirse en 2016. En términos estructurales, tras las significativas reducciones del saldo presupuestario estructural entre 2010 y 2014, se prevé que el tono de la política fiscal en 2016 sea ligeramente expansivo para el área del euro en su conjunto, como consecuencia del aumento de los gastos relacionados con la afluencia de refugiados, que tendrá un impacto notable en Alemania y Austria y algo más modesto en Bélgica e Italia. La Comisión ha considerado que ningún país está en riesgo particularmente serio de incumplimiento con los requerimientos del PEC en 2016, aunque considera que los ajustes planteados son insuficientes o existe el riesgo de que lo sean en los casos de Italia, Lituania y Austria, entre los países que se encuentran en el brazo preventivo del procedimiento, y en el caso de España, entre aquellos que están en el brazo correctivo.

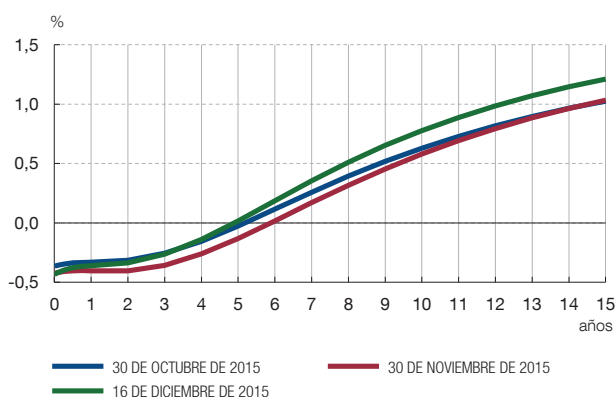
Por otra parte, en noviembre se inició el Semestre Europeo de 2016 con la publicación del *Informe Anual de Crecimiento* y de un conjunto de *Recomendaciones para el Área del Euro* que los países deberán tener en consideración a la hora de elaborar sus programas de estabilidad y de reformas. Estos informes recomiendan la aplicación de políticas que sustenten la recuperación económica, impulsen la convergencia, faciliten la corrección de los desequilibrios macroeconómicos y mejoren la capacidad de ajuste de las economías. En particular, los países con elevados niveles de deuda deberían realizar reformas que aumenten la productividad y favorezcan la creación de empleo, mientras que aquellos con elevados superávits por cuenta corriente tendrían que aplicar reformas que impulsen la demanda agregada. En el ámbito de los mercados de trabajo y de productos, se enfatiza la necesidad de reducir la cuña fiscal sobre el empleo y aumentar la competencia en los mercados de bienes y servicios. Por otra parte, se considera adecuado el tono de la política fiscal previsto para 2016 y, en el terreno financiero, se recomienda mejorar los procedimientos de insolvencia para facilitar la reducción de los préstamos impagados de los bancos. Por último, la CE ha adoptado una propuesta de Regulación para el establecimiento de un *Programa de Apoyo a las Reformas Estructurales* que proporcionará la financiación necesaria para ofrecer a aquellos países que lo soliciten asistencia en la formulación, desarrollo e implementación de las reformas estructurales.

Por último, el *Informe del Mecanismo de Alerta* del Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos de 2016, publicado en noviembre por la CE, enfatiza la persistencia de elevados superávits por cuenta corriente en algunos países del área, que reflejan un exceso de ahorro sobre la inversión, y la necesidad de hacer análisis en profundidad para casi todos los países, excepto Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta y Eslovaquia (además de Grecia y Chipre, que se encuentran bajo un programa de ajuste macroeconómico).

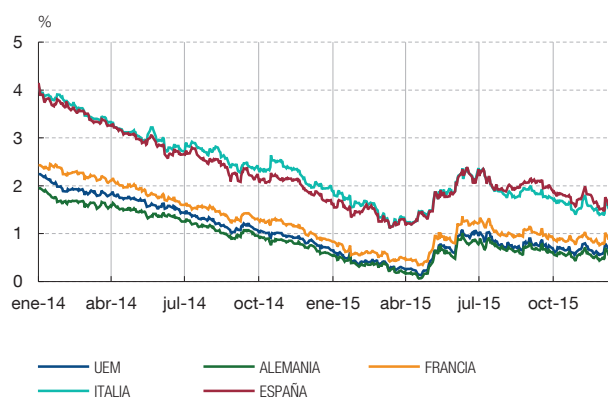
1 EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE

2 MERCADO INTERBANCARIO
Media mensual

3 CURVA CUPÓN CERO (a)



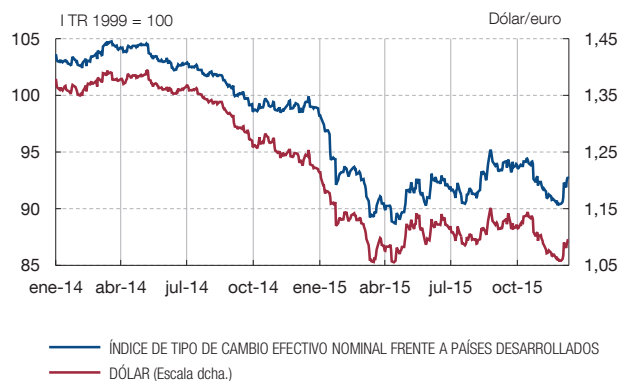
4 RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



5 ÍNDICE EUROSTOXX 50 Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA



6 TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL EURO

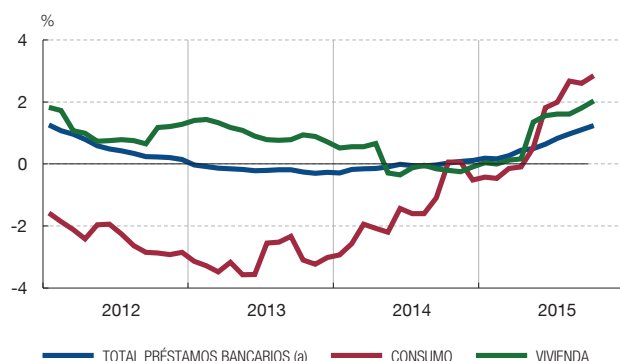
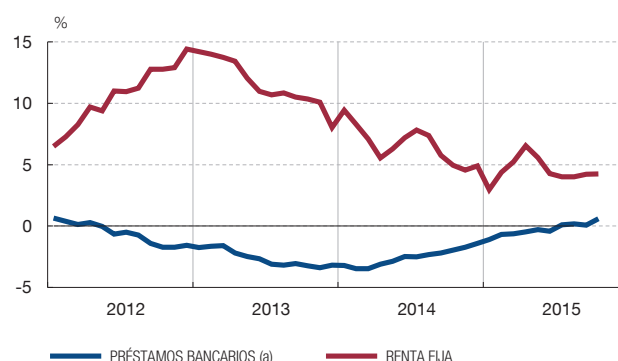


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

EVOLUCIÓN FINANCIERA Y POLÍTICA MONETARIA

Tras el episodio de turbulencias registrado en los meses de verano, los mercados financieros registraron en el cuarto trimestre de 2015 una paulatina normalización, no exenta de episodios puntuales de volatilidad asociados a los anuncios y las decisiones de política monetaria a ambos lados del Atlántico. Las medidas de política monetaria aplicadas en los meses precedentes siguieron reflejándose en las condiciones financieras. Así, el EUROSTOXX 50 registró un incremento desde finales de septiembre del 6,6 %, y el tipo de cambio del euro frente al dólar, una depreciación del 3,2 % en ese período —hasta los

1 HOGARES
Tasas de variación interanual2 SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanual

FUENTE: Banco Central Europeo.

a Ajustados de titulización y otras transferencias.

Descargar

1,08 dólares por euro—. Por su parte, las rentabilidades de la deuda pública a diez años se sitúan, con la excepción de Portugal, en niveles similares o inferiores a los vigentes a finales del tercer trimestre, con una disminución especialmente marcada en Grecia.

El crédito bancario al sector privado continuó mejorando en el conjunto del área. Por sectores, la tasa de variación interanual de los dirigidos a sociedades no financieras (ajustados de titulizaciones y otras transferencias) se incrementó en octubre cinco décimas, hasta el 0,6%; en el caso de los préstamos a hogares, la tasa interanual aumentó una décima, hasta el 1,2%. El agregado monetario amplio M3 creció también a un mayor ritmo, del 5,3%.

Aun así, los cambios de las perspectivas económicas desde el verano dejaron patente la necesidad de recalibrar el grado de acomodación que proporciona la política monetaria, tal como anunció el Consejo de Gobierno del BCE tras su reunión de 22 de octubre. En su siguiente reunión de política monetaria, el 3 de diciembre, el Consejo anunció un conjunto amplio de medidas de estímulo que incluían, singularmente, la reducción en 10 pb del tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito y la modificación de algunos de los parámetros del Programa de Adquisición de Activos del Eurosistema. Dichas medidas, que se detallan en el recuadro 4, tienen por finalidad acelerar la vuelta de la inflación a tasas más próximas a la referencia del 2% y contrarrestar el riesgo creciente de que el objetivo de medio plazo de la política monetaria deje de desempeñar su papel de ancla de las expectativas.

Durante estos meses, la implementación del Programa de Compra de Activos del Eurosistema ha seguido el curso anunciado, que incluye un objetivo mensual para las compras de activos públicos y privados de aproximadamente 60 mm de euros. A fecha de cierre de este boletín, el saldo de activo relacionado con las adquisiciones del Programa superaba los 640 mm de euros, de los cuales unos 475 mm correspondían a deuda pública. En este contexto, el tamaño del balance del Eurosistema alcanzó la cifra de 2.732 mm de euros.

En su reunión de los días 15 y 16 de diciembre de 2015, el Comité de Política Monetaria de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés) decidió elevar el tipo de interés objetivo de los fondos federales desde el intervalo 0 %-0,25 % (vigente desde diciembre de 2008) hasta el intervalo 0,25 %-0,50 %, lo que supone el primer incremento desde junio de 2006 y se enmarca en el proceso de normalización monetaria de Estados Unidos¹. El mercado de futuros sobre los tipos de interés de los fondos federales llegó a descontar que esta decisión se adoptaría en las reuniones de junio o de septiembre del FOMC, pero el mal dato de crecimiento en Estados Unidos en el primer trimestre (comportamiento que se reveló transitorio) y, posteriormente, el impacto global de las dudas sobre la situación en China (que se han reducido sustancialmente a partir de septiembre) retrasaron la decisión.

Esta decisión se produce al considerar el FOMC que está en el camino de alcanzar su objetivo dual de pleno empleo y estabilidad

de precios². Respecto al primero, la tasa de paro se situó en noviembre en el 5 %, por lo que estaría muy cerca de la NAIRU proyectada por el miembro mediano del FOMC, un 4,9 % según las proyecciones publicadas en diciembre (véase gráfico 1.1). No obstante, la notable reducción de la tasa de participación en el mercado de trabajo, el aumento del número de personas que están trabajando a tiempo parcial pero que preferirían hacerlo a tiempo completo, la elevada incidencia del paro de larga duración —para los estándares de Estados Unidos— y el mantenimiento de moderados crecimientos salariales —en torno al 2 %— han suscitado algunas dudas sobre la señal proporcionada por la tasa de paro sobre el grado de holgura de este mercado. Respecto al objetivo de estabilidad de precios, la inflación (medida por la tasa interanual del deflactor del gasto en consumo personal o PCE) se situó en octubre en el 0,2 % (véase gráfico 1.2), y el componente subyacente, en el 1,3 %, ambas por debajo del objetivo de inflación del 2 %. Sin embargo, el FOMC espera que la inflación observada converja gradualmente a la subyacente, según se vayan disipando los efectos de la caída registrada por los precios del petróleo desde el verano de 2014. La inflación subyacente, por su parte, debería aumentar a medida que se vaya reduciendo el grado de holgura en el mercado de trabajo y se reabsorban los efectos transitorios de la apreciación del dólar. Así, se interpreta que la reducción observada en las expectativas de inflación obtenidas de cotizaciones en los mercados financieros responde, en gran medida, a cuestiones técnicas. En cualquier caso, el FOMC ha anunciado que hará especial énfasis en el seguimiento del objetivo de inflación.

1 La estrategia de normalización de la política monetaria se basa en los principios enunciados por el FOMC (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20140917c.htm>). Además, dado el tamaño alcanzado por el balance de la Reserva Federal (más de cinco veces el registrado a principios de 2008), el FOMC ha modificado su operativa introduciendo nuevos instrumentos para garantizar que el tipo de interés efectivo de los fondos federales se mantenga dentro del intervalo objetivo, utilizando para ello el tipo de interés de las reservas excedentarias mantenidas por las entidades bancarias en la Reserva Federal —IOER— y el tipo de interés de las *overnight reverse repo* —ON RRP—. Desde esta reunión se publicarán dos comunicados de prensa: el habitual, que incluye la decisión sobre el objetivo para el tipo de interés de los fondos federales, y otro con las medidas técnicas adoptadas para alcanzar ese objetivo. En diciembre, el IOER se elevó de 0,25 % a 0,50 %, y el ON RRP, de 0,05 % a 0,25 %, y el límite de esta facilidad se elevó de 300 mm de dólares a unos 2 billones de dólares.

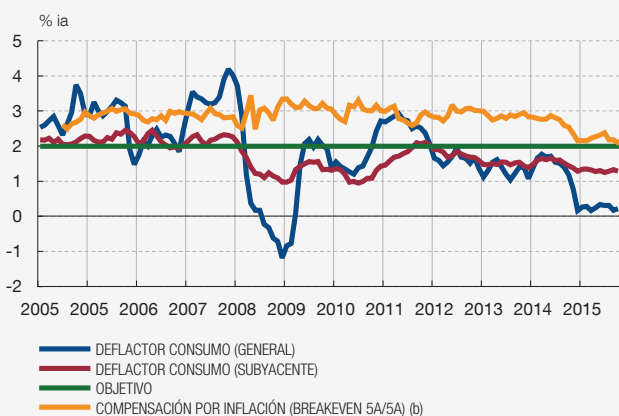
2 Adicionalmente, el FOMC también valoró los argumentos de no dilatar el inicio de las subidas para no tener que restringir la política monetaria de forma más abrupta posteriormente y para no socavar la estabilidad financiera (incentivando una toma de riesgos excesiva).

Gráfico 1
EVOLUCIÓN DEL OBJETIVO DUAL DEL FOMC DE PLENO EMPLEO Y ESTABILIDAD DE PRECIOS

1 EVOLUCIÓN DE LA TASA DE PARO, LA NAIRU Y LOS SALARIOS



2 INFLACIÓN



FUENTES: Reserva Federal, Datastream, Bureau of Labor Statistics y Barclays.

a Los salarios hasta 2007 excluyen los correspondientes a los directivos.

b La compensación por inflación medida a partir del Breakeven hacen referencia al IPC.

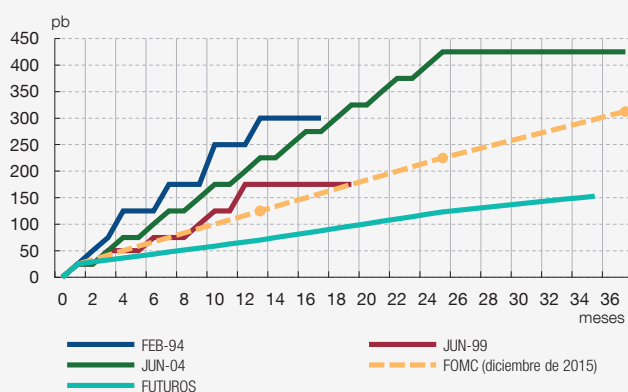
Aunque el momento de la primera subida del tipo de interés oficial por parte de la Reserva Federal ha concentrado la atención de los analistas y los participantes en los mercados financieros, la política de comunicación ha logrado que el movimiento fuera totalmente anticipado por los agentes. El interés se ha desplazado ahora a la senda de aumento futuro de los tipos de interés de los fondos federales. El FOMC ha reafirmado que sus decisiones no están predeterminadas y que serán dependientes de la evolución del mercado de trabajo y de la inflación. Según las últimas proyecciones, el miembro mediano del comité proyecta que esta senda será más gradual que en ciclos alcistas anteriores, al producirse en un período de tiempo mucho más dilatado (véase gráfico 2.1). Adicionalmente, el tipo de interés de los fondos federales se situaría al final del ciclo de subidas en el 3,5 %, un nivel reducido en términos históricos, pues se estima que el tipo de interés real neutral al final del ciclo quedará por debajo de los niveles alcanzados en el pasado; además el FOMC mantendrá un tono expansivo en su política monetaria por un tiempo prolongado.

Los mercados financieros descuentan un ciclo de subidas más pausado para los tipos de interés de los fondos federales que el proyectado por los miembros del FOMC (véase gráfico 2.2). Además, la situación que enfrenta el FOMC se caracteriza por la divergencia en las políticas monetarias con otras economías desarrolladas (que explica parcialmente la apreciación del dólar), por el menor dinamismo de la actividad económica en las economías emergentes y por una notable incertidumbre sobre cuestiones tales como el grado de holgura de la economía, la sensibilidad de la inflación a esa holgura o el nivel del tipo de interés real neutral. En estas circunstancias, cabe esperar que el comité proceda con notable cautela en un proceso que puede estar sujeto a episodios de volatilidad y en el que se deberá acometer la reducción en el tamaño del balance, que por ahora se mantiene con las reinversiones de los activos que van venciendo. Lo cierto es que, tras la decisión, los mercados financieros han mantenido una notable tranquilidad, acortándose incluso la brecha entre las expectativas de los mercados de futuros y las proyecciones del FOMC.

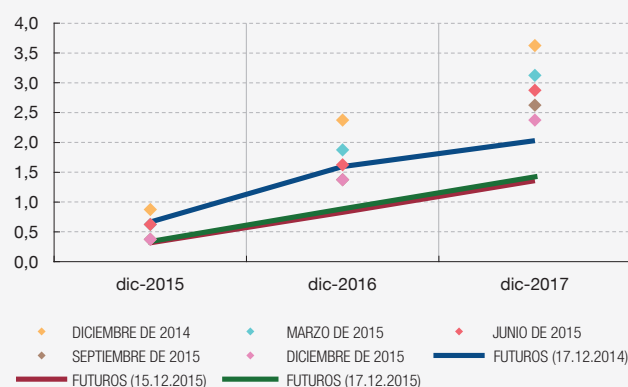
Gráfico 2

TIPOS DE INTERÉS DE LOS FONDOS FEDERALES PROYECTADOS POR EL FOMC EN RELACIÓN CON LOS PREVIOS CICLOS DE SUBIDAS Y CON LOS DESCONTADOS POR LOS MERCADOS FINANCIEROS

1 CAMBIOS EN LOS TIPOS DE INTERÉS DE LOS FONDOS FEDERALES EN CICLOS PREVIOS DE SUBIDAS (a)



2 TIPOS DE INTERÉS DE LOS FONDOS FEDERALES PROYECTADOS POR EL FOMC (b) Y DESCONTADOS EN EL MERCADO DE FUTUROS



FUENTES: Reserva Federal y Datastream.

- a Se representan hasta el mes en el que el FOMC realizó la primera bajada del tipo de interés oficial.
b Proyección mediana del FOMC.

Desde mediados de 2014, el Consejo de Gobierno del BCE ha aprobado una serie de medidas dirigidas a profundizar el tono expansivo de la política monetaria en respuesta al alejamiento persistente de la inflación del objetivo de medio plazo y al riesgo creciente de desanclaje de las expectativas sobre dicha variable. Así, el Consejo situó el tipo de interés de la facilidad de depósito por primera vez en niveles negativos en junio de 2014, y desplegó nuevas medidas no convencionales de estímulo, entre ellas un Programa de Compras de Activos (denominado APP¹, por sus si-

glas en inglés), anunciado en enero de 2015 cuando los indicadores de expectativas de inflación habían derivado hacia niveles de mínimos históricos (véase gráfico 1). El Programa se introdujo con una vigencia inicial de diecinueve meses, hasta septiembre de 2016, que supondría una inyección total de liquidez de más de 1,1 billones de euros y conduciría el balance del BCE a un tamaño en el entorno del 30 % del PIB. No obstante, su finalización quedaba en todo

- 1 Con la introducción del APP se ampliaron los programas de compra de activos privados (denominados ABSPP y CBPP3), que se habían puesto en marcha en los últimos meses de 2014, para incluir deuda emitida por

Administraciones centrales de la zona del euro, agencias e instituciones europeas. Los objetivos mensuales de compra se establecieron en 60 mm de euros. Los valores públicos admisibles tendrían un vencimiento residual de entre dos y treinta años, y las compras se realizarían en mercados secundarios.

Gráfico 1
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN Y PRECIO DEL PETRÓLEO (a)
Variación acumulada desde diciembre de 2013

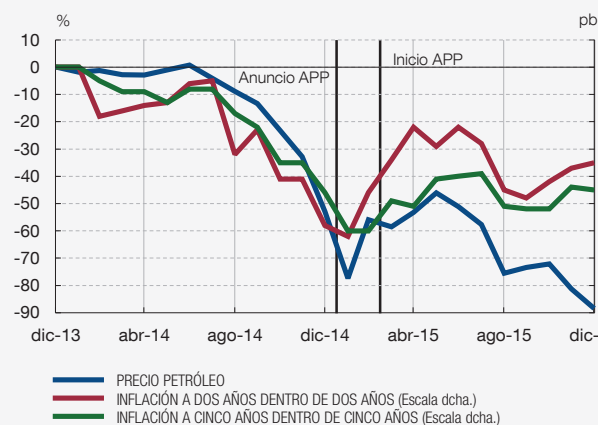
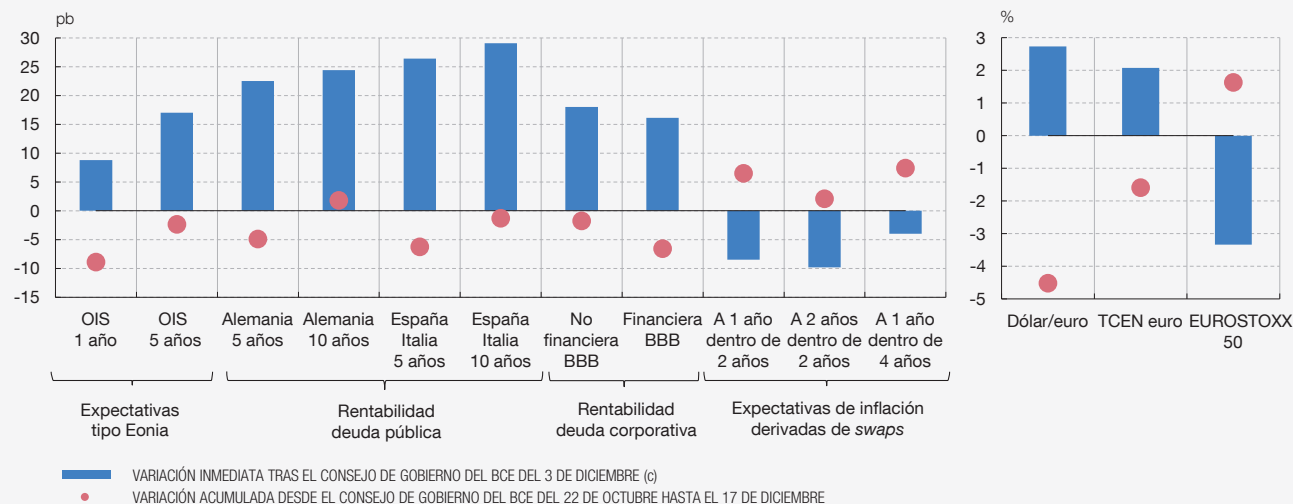


Gráfico 2
BALANCE DEL EUROSISTEMA (b)



Gráfico 3
EVOLUCIÓN RECIENTE DE ALGUNAS VARIABLES FINANCIERAS



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

- a Las expectativas de inflación son las implícitas en los swaps de inflación. Son datos mensuales a partir de promedios de datos diarios. Para el precio del petróleo se acumulan las variaciones intermensuales del precio en dólares.
b A efectos puramente ilustrativos, se extiende el balance del Eurosistema considerando las compras de activos bajo el programa APP y con un supuesto de amortización progresiva de las carteras que no están activas (SMP, CBPP2 y CBPP1). El resto del balance se asume constante.
c Variación desde el 2 hasta el 4 de diciembre.

caso condicionada a que el Consejo de Gobierno considerara que la inflación hubiera recuperado una trayectoria compatible con el objetivo de la política monetaria.

A pesar de que las medidas de expansión cuantitativa se adoptaron en un momento en el que las condiciones financieras eran ya relativamente laxas, su anuncio tuvo efectos positivos sobre el precio de un conjunto amplio de activos financieros, contribuyendo a relajar adicionalmente las condiciones de financiación y, de manera singular, a reducir el coste del crédito bancario. Según estimaciones del BCE², la caída en los tipos de interés de las operaciones de crédito bancario desde junio de 2014 sería equivalente a la que produciría una reducción de tipos de interés oficiales de 100 pb. Asimismo, se estima que las medidas añadirán cerca de 1 pp al crecimiento del PIB en el período 2015-2017, y ejercerán un efecto positivo sobre la inflación de unos 0,2-0,3 pp en 2017.

Aunque la evidencia empírica disponible apoya la efectividad de las medidas adoptadas, lo cierto es que estas se calibraron en función de las condiciones vigentes a principios del año. En el transcurso de 2015, y particularmente desde el verano, dichas condiciones han cambiado, debido sobre todo a factores externos al área, como el debilitamiento progresivo de las economías emergentes o la evolución de los precios del petróleo y de otras materias primas. Además de sus efectos negativos directos sobre la tasa de inflación, el mantenimiento de estos condicionantes durante un período prolongado de tiempo implica un aumento del riesgo de que se produzcan efectos indirectos y de segunda vuelta. Por ello, tras anunciar en octubre su intención de examinar el grado de acomodación de la política monetaria con las nuevas proyecciones macroeconómicas, el Consejo de Gobierno del BCE aprobó en su reunión del 3 de diciembre un nuevo paquete de medidas de estímulo.

En primer lugar, el Consejo redujo el tipo de la facilidad de depósito en 10 pb, hasta situarlo en un nivel mínimo histórico del -0,3 %, al tiempo que mantenía inalterados los tipos de las opera-

ciones principales de financiación y de la facilidad marginal de crédito en el 0,05 % y el 0,3 %, respectivamente. Desde su anuncio, la bajada de este tipo de interés se ha transmitido de forma efectiva a los tipos negociados en el mercado monetario, tal como cabía esperar, dado el contexto actual en el que la demanda de liquidez de las entidades es atendida de manera plena en las operaciones de refinanciación del Eurosistema y en el que la compra de activos está aportando liquidez adicional. En este sentido, entre las medidas adoptadas se incluye, además, la decisión de mantener el actual sistema de provisión de liquidez mediante subastas a tipo fijo y adjudicación plena por el tiempo que sea necesario y al menos hasta finales de 2017.

Respecto al Programa de Compra de Activos, el Consejo modificó algunos de los parámetros de su configuración original. Por una parte, extendió su duración inicial seis meses, hasta marzo de 2017, manteniendo el ritmo de compras mensuales en 60 mm de euros. Esta vigencia será ampliada si fuera necesario y, en todo caso, se ha reiterado la intención de mantener el Programa hasta que se observe un ajuste sostenido de la evolución de la tasa de inflación que sea compatible con la referencia del 2 %. En segundo lugar, se amplió el conjunto de activos elegibles, incluyendo los instrumentos de deuda emitidos por Gobiernos regionales y locales de la zona del euro. Finalmente, se anunció la reinversión por tanto tiempo como sea necesario de los importes de los títulos adquiridos en el marco del Programa a medida que vayan venciendo. Se estima que la mayor duración, junto con la política de reinversión, supondrá un incremento de la liquidez de 680 mm de euros hasta el año 2019 (véase gráfico 2).

Los mercados financieros reaccionaron al anuncio de las nuevas medidas corrigiendo una parte importante de la evolución favorable que habían mostrado desde el Consejo de Gobierno del BCE de octubre. No obstante, el comportamiento de los mercados financieros desde la reunión de octubre hasta la fecha de cierre de este boletín revela cierta mejora neta de las condiciones financieras en el conjunto de la UEM, sobre todo en términos del tipo de cambio y de las cotizaciones bursátiles, si bien los movimientos en los diferentes tipos de interés, más allá de los de corto plazo, han sido escasos (véase gráfico 3).

2 Véase Draghi (2015), «Global and domestic inflation», discurso del 4 de diciembre.

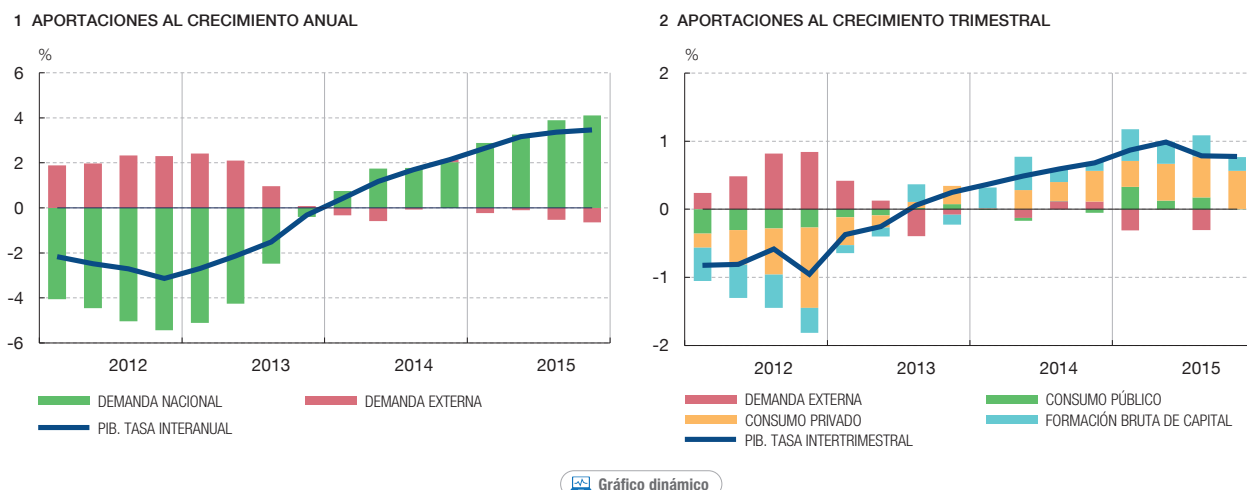
El crecimiento intertrimestral del PIB de la economía española se moderó ligeramente en el tercer trimestre: hasta el 0,8 %, desde el 1 % registrado en el período abril-junio (véase gráfico 9). Como viene observándose desde el comienzo de la recuperación, el avance del producto siguió sustentándose en la demanda interna. Dentro de este agregado, se acrecentó ligeramente el dinamismo del consumo (tanto privado como público), mientras que, por el contrario, los distintos componentes de la formación bruta de capital fijo mostraron tasas de variación más contenidas que en el segundo trimestre. La contribución del saldo neto exterior al crecimiento del producto fue negativa, en un contexto de intensificación de los ritmos de avance de los flujos comerciales. En tasa interanual, el PIB creció un 3,4 %, dos décimas más que en el período precedente. La aceleración del empleo fue similar —hasta el 3,1 %— de modo que el ritmo de avance de la productividad siguió siendo del 0,2 %.

En el cuarto trimestre, el PIB habría seguido expandiéndose a un ritmo similar al observado en el tercero, de acuerdo con la información coyuntural más reciente. El avance de la actividad habría seguido apoyándose en la demanda interna. Asimismo, los indicadores disponibles, todavía muy incompletos, apuntan a una posible mejoría de la contribución de la demanda exterior neta, que, en todo caso, será neutral. El empleo habría crecido un 0,7 %, dando lugar a un pequeño avance de la productividad del trabajo.

Los precios de consumo han moderado sus tasas de variación negativas en los últimos meses —hasta el -0,3 % en noviembre, en términos del IPC—, como consecuencia del impacto de la ralentización de los descensos del precio del petróleo sobre la comparación interanual. No obstante, tanto el IPSEBENE como el IPC no energético han seguido mostrando leves repuntes: hasta el 1 % y el 1,1 % en noviembre.

Desde comienzos de octubre, los precios de los activos financieros nacionales han tenido una evolución diferenciada por mercados. En el de renta variable, en línea con lo ocurrido en el resto de los europeos, los índices se revalorizaron hasta finales de noviembre, impulsados en parte por las expectativas de nuevas medidas expansivas de política monetaria en el área del euro. No obstante, parte de las ganancias acumuladas se corrigieron tras el anuncio de las medidas acordadas a principios de diciembre. Durante los días posteriores, las cotizaciones bursátiles han mostrado una volatilidad elevada, en un contexto de caída en el precio de las materias primas y, en particular, del petróleo, que ha incidido de forma negativa en el sentimiento inversor. Como resultado de estos movimientos, en la fecha de cierre de este artículo el IBEX-35 presentaba una ganancia del 3,3 % respecto a los niveles de finales de septiembre (véase gráfico 10). En el de deuda pública, la rentabilidad del bono español a diez años y su diferencial con respecto a la referencia alemana se han reducido durante el mismo período en 16 pp y 17 pb, respectivamente, situándose en el 1,7 % y los 113 pb. En el de renta fija privada, las primas de riesgo de los valores emitidos por las sociedades financieras y no financieras también han disminuido ligeramente. Por último, en el mercado interbancario los tipos de interés han seguido descendiendo, alcanzando el euríbor a un año un valor muy reducido: del 0,06 %, 8 pb por debajo del registrado al final del tercer trimestre.

Los tipos de interés de los préstamos bancarios a hogares y sociedades no financieras se han mantenido durante los últimos meses en niveles muy moderados, sin que se hayan



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Series ajustadas de estacionalidad.

Descargar

observado variaciones significativas en la mayoría de segmentos. El mantenimiento de unas condiciones de financiación favorables ha contribuido a que durante este período el volumen de las nuevas operaciones crediticias haya seguido aumentando en términos interanuales, lo que ha motivado que el saldo vivo del crédito de empresas y familias caiga a ritmos cada vez más reducidos. Esta evolución de los costes de financiación y de los pasivos, junto con el avance de las rentas, se habría traducido en un nuevo retroceso de las ratios de endeudamiento y carga financiera de ambos sectores en el tercer trimestre de 2015.

3.1 Las decisiones de gasto de los hogares

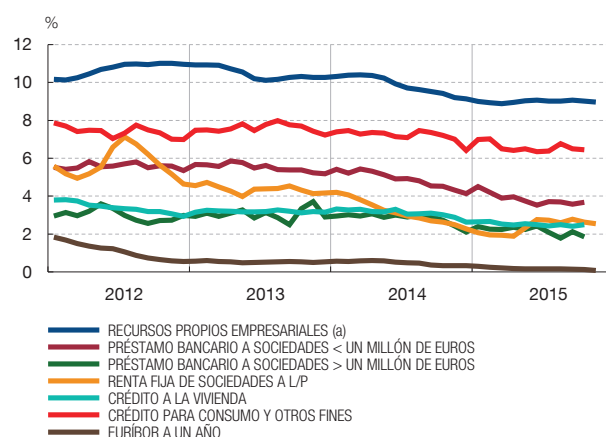
Según la información disponible, el gasto en consumo de los hogares habría mantenido en el cuarto trimestre una elevada fortaleza, con una tasa de crecimiento en el entorno del 1 % intertrimestral, en línea con la observada en el período julio-septiembre (véase gráfico 11). Entre los indicadores cualitativos, los índices de confianza de los consumidores y de los comerciantes minoristas aumentaron ligeramente en el promedio de octubre y noviembre con respecto al tercer trimestre, retomando su senda de mejora tras el leve deterioro de los meses de verano. Por su parte, el PMI de bienes de consumo registró un aumento en noviembre, que no impidió que el nivel del promedio de octubre y noviembre fuese inferior al del tercer trimestre. Los indicadores cuantitativos relacionados con el consumo privado corroboran el vigor de este componente de demanda en el tramo final del año. Así, con datos hasta octubre, el índice del comercio al por menor apunta, en tasa intertrimestral móvil de tres meses, a un crecimiento ligeramente superior al del trimestre anterior, mientras que el índice de producción industrial de bienes de consumo se habría desacelerado ligeramente, manteniendo, no obstante, un tono de elevada fortaleza. Finalmente, en el período octubre-noviembre se intensificó el crecimiento de las matriculaciones de vehículos particulares.

Los indicadores disponibles apuntan a que se mantendrá el avance de la inversión residencial en el cuarto trimestre, con un crecimiento superior al observado en el período anterior, en un contexto de mayor dinamismo de los visados de obra nueva residencial. Por su parte, según la estadística notarial, las transacciones de vivienda aumentaron en octubre un 2,7 % respecto al mismo período del año anterior, manteniendo la tónica de

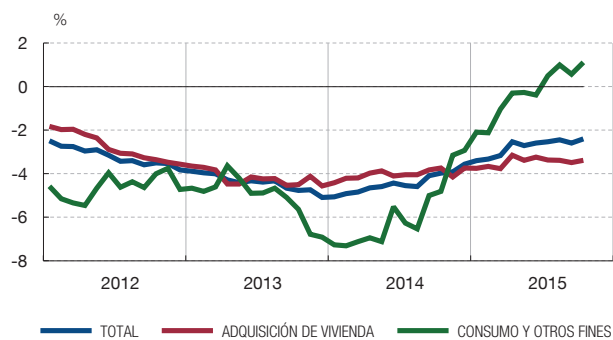
1 MERCADOS DE RENTA VARIABLE Y DE DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



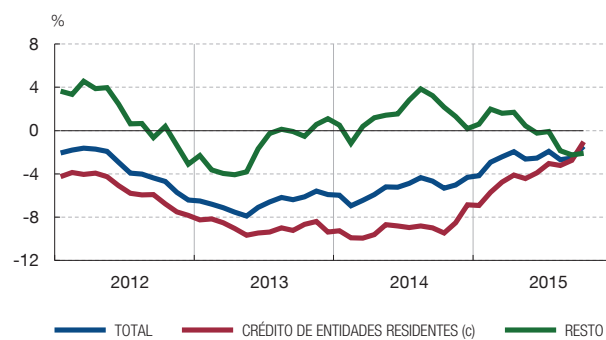
2 COSTE DE FINANCIACIÓN



3 CRÉDITO A HOGARES. TASAS INTERANUALES (b)



4 FINANCIACIÓN A SOCIEDADES. TASAS INTERANUALES (b)



FUENTES: Bloomberg, Reuters, Datastream, MSCI Blue Book, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.

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

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

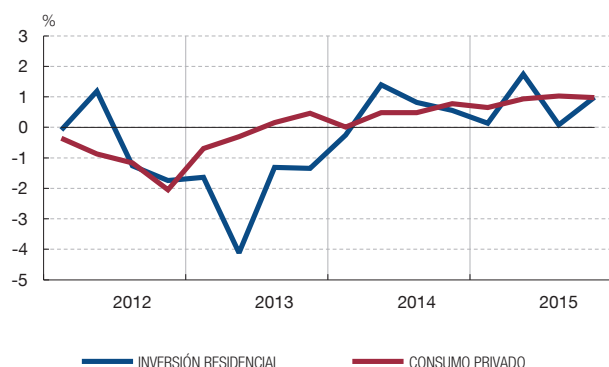
Descargar

relativa mejora observada a lo largo del año. El incremento de las ventas de viviendas, que continúa centrándose en el segmento de las usadas, se observa tanto en las compras de ciudadanos extranjeros como en las adquisiciones por parte de residentes españoles. Los precios de la vivienda libre, según los datos publicados por el INE, aumentaron en el tercer trimestre un 4,5 % interanual y un 0,7 % respecto al trimestre anterior (véase gráfico 11.4).

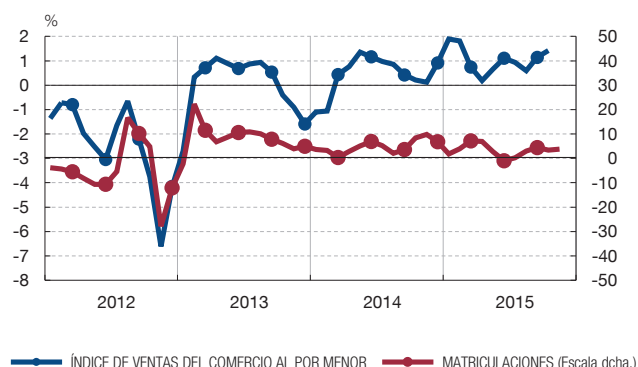
La pujanza en el gasto de los hogares observado en el último trimestre del año vendría explicada, sobre todo, por el aumento de las rentas reales vinculado al proceso de creación de empleo y al abaratamiento del petróleo. Además, las rentas de las familias se han visto impulsadas también por otros factores, tales como el adelantamiento en un semestre de la rebaja impositiva inicialmente prevista para enero de 2016 y la devolución de parte de la paga extra de los empleados públicos que se suprimió en diciembre de 2012.

Adicionalmente, la fortaleza del gasto de las familias se produce en un contexto de disponibilidad de financiación a coste moderado. En octubre, el tipo de interés de las nuevas operaciones de crédito para la adquisición de vivienda se situó en el 2,5 %, nivel casi

1 GASTO DE LOS HOGARES (CNTR) (a)



2 INDICADORES DE CONSUMO (b)



3 INDICADORES DE CONFIANZA (c)



4 PRECIO DE LA VIVIENDA Y TRANSACCIONES TOTALES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC, Centro de Información Estadística del Notariado y Banco de España.

a Tasas intertrimestrales, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

b Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.

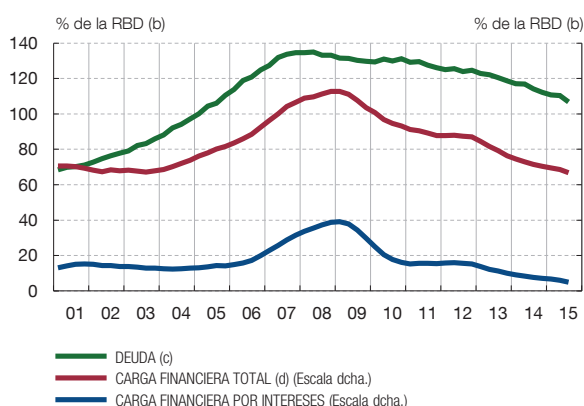
c Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividida por su desviación estándar).

d Suma móvil de doce meses.

Descargar

coincidente con el de junio, mientras que el de los préstamos destinados a consumo y otros fines aumentó ligeramente —en 10 pb—, hasta el 6,4 % (véase gráfico 10). El mantenimiento de condiciones de financiación favorables continuó impulsando la actividad en los mercados crediticios, como reflejan las cifras sobre el volumen de nuevas operaciones, que han mostrado un aumento respecto al año anterior en ambos segmentos durante los últimos meses. En línea con estos desarrollos, la edición de octubre de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) evidencia que durante el tercer trimestre se habría producido un incremento de las peticiones de fondos de los hogares, tanto en el segmento de adquisición de vivienda como en el de los préstamos destinados a consumo y otros fines, que, en el primer caso, estuvo acompañado de una cierta relajación de los criterios de concesión de préstamos. Para los últimos meses del año, las entidades anticipaban un mantenimiento de los criterios de oferta y un nuevo aumento de la demanda de crédito de las familias. En términos de saldos vivos, se volvió a moderar el descenso interanual de la deuda de las familias, situándose en octubre en el 2,4 % (frente al 2,6 % de junio). El desglose por finalidades revela que el crédito para vivienda cayó a un ritmo ligeramente superior al del segundo trimestre (3,4 %, frente al 3,2 %), mientras que el destinado a consumo y otros fines presentó tasas de variación positivas (del 1,1 %) por cuarto mes consecutivo.

1 RATIOS DE ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA



2 RIQUEZA

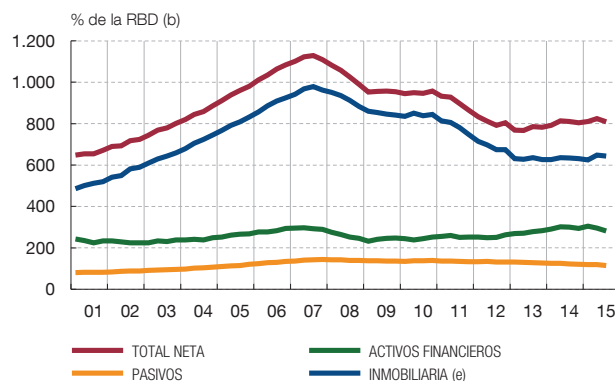


Gráfico dinámico

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a El último dato de cada serie es una estimación.
 b Datos acumulados de cuatro trimestres.
 c Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.
 d Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
 e Valoración basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de su superficie media y del precio del metro cuadrado

Descargar

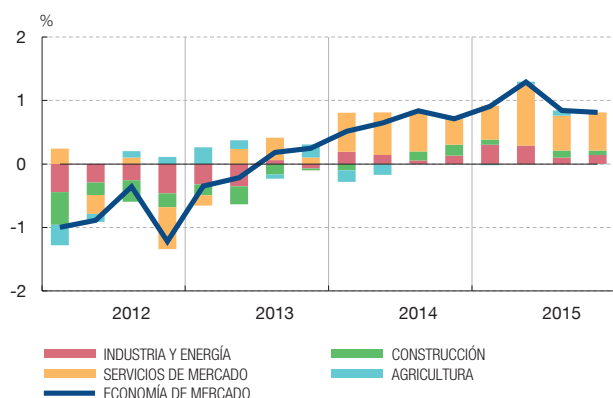
Por otra parte, de acuerdo con los datos disponibles, la situación patrimonial de los hogares habría seguido mejorando en el tercer trimestre de 2015. Así, tanto la ratio de endeudamiento como la de carga financiera en relación con la renta bruta disponible (RBD) habrían descendido, favorecidas, en el primer caso, por la disminución del saldo de deuda y por la expansión de las rentas y, en el segundo, además, por la reducción del coste medio de la deuda (véase gráfico 12). Por su parte, la riqueza neta de las familias apenas habría variado (aunque en relación con la RBD habría caído ligeramente), ya que el descenso del valor de los activos financieros se habría visto compensado por el crecimiento del patrimonio inmobiliario.

3.2 La actividad de las empresas

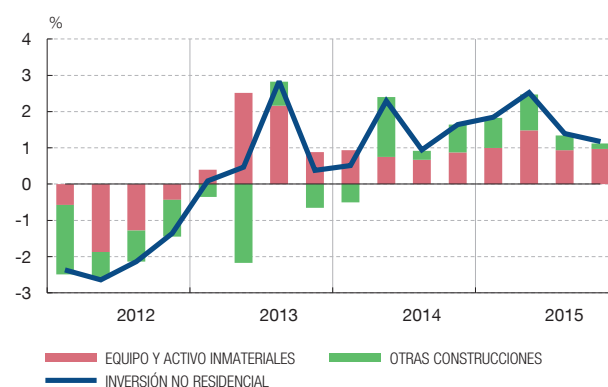
Durante el trimestre final del año se mantuvo la pauta expansiva de la actividad empresarial, en línea con la evolución favorable de la demanda final y las condiciones financieras. En este contexto, el ritmo de avance del valor añadido de la economía de mercado se habría mantenido en el entorno del 0,8 % mostrado en el tercer trimestre (véase gráfico 13).

Por lo que hace referencia a la actividad industrial, los indicadores cualitativos evolucionaron de forma divergente en el período octubre-noviembre. Así, mientras que el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea prolongó el modesto retroceso del final del verano, el PMI de actividad manufacturera repuntó con cierta intensidad en noviembre. Cabe destacar, entre los componentes de este último indicador, las señales positivas procedentes de la cartera de pedidos tanto nacionales como procedentes del exterior. Entre los indicadores cuantitativos, la afiliación a la Seguridad Social en el bimestre octubre-noviembre volvió a acelerarse, tras la ralentización transitoria de los meses previos. La producción industrial de las ramas no energéticas registró en octubre un moderado repunte en términos de la tasa calculada sobre la media móvil de tres meses. Destacó el dinamismo de las ramas productoras de bienes de consumo, mientras que la producción de bienes de equipo perdió algo de pujanza, tras los notables avances registrados desde el inicio del año. Por su parte, la producción de bienes energéticos, habitualmente caracterizada por un elevado grado de volatilidad, siguió mostrando, como en los meses precedentes, cierta debilidad.

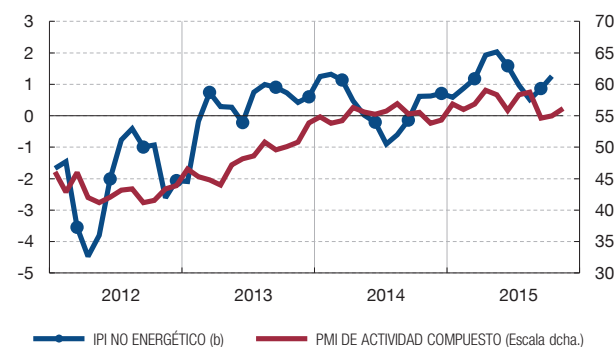
1 VAB ECONOMÍA DE MERCADO (a)
Tasas intertrimestrales y contribuciones



2 INVERSIÓN NO RESIDENCIAL (a)
Tasas intertrimestrales y contribuciones



3 INDICADORES DE ACTIVIDAD



4 INDICADORES DE INVERSIÓN (b)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Fomento, Markit, Oficemen y Banco de España.

a Series ajustadas de estacionalidad.

b Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.

Descargar

En el caso de los servicios de mercado, el indicador de actividad comercial del PMI corrigió en el período octubre-noviembre una parte de la caída experimentada en septiembre, impulsado por el comportamiento expansivo de los componentes de la cartera de pedidos y el empleo. El indicador de la Comisión Europea prolongó en esos dos meses la evolución plana que viene mostrando desde junio. Entre los indicadores cuantitativos, las ventas de grandes empresas de servicios no financieros de la Agencia Tributaria recuperaron algo de vigor en octubre, tras la ralentización de los dos meses previos. Por su parte, el Indicador de Actividad del Sector Servicios (IASS) mostró, en el mismo mes, una estabilización de su tasa de crecimiento en términos de la media móvil de tres meses. Las ramas del comercio (en particular, las del comercio al por mayor) mostraron un mayor empuje, al igual que la hostelería y el transporte y comunicaciones. Las perspectivas para el final del trimestre son favorables (particularmente, en el comercio), dado el buen tono del consumo privado.

En la construcción, el valor añadido de las empresas del sector habría registrado una ligera desaceleración en el cuarto trimestre, tras el comportamiento fuertemente expansivo que, según la CNTR, se registró en el tercero. Entre los indicadores contemporáneos, en octubre y noviembre se avivó el ritmo de aumento del número de afiliados a la Seguridad

Social, mientras que, por el contrario, los indicadores referidos a los consumos intermedios mostraron, con datos de octubre, cierta debilidad. Por tipo de obra, la información más reciente relativa a la concesión de visados de vivienda nueva, correspondiente a septiembre, apunta a una prolongación de la mejora en este segmento, mientras que la licitación oficial en obra civil habría perdido, con datos también hasta septiembre, el dinamismo mostrado en la primera mitad del año. Esta información sugiere que, en el cuarto trimestre, podría haberse ralentizado la actividad constructora relacionada con el componente no residencial, lo que probablemente se habría visto compensado por un repunte de la relativa a la vivienda.

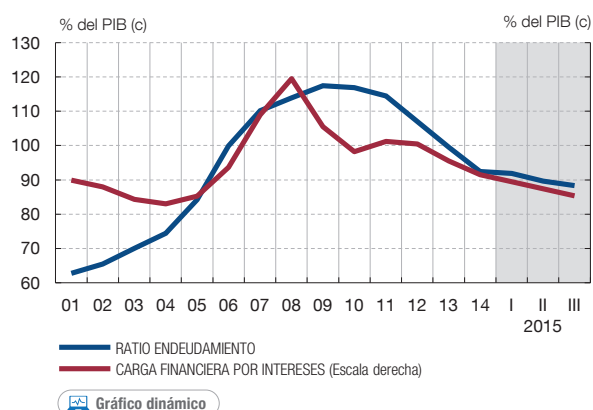
La inversión en bienes de equipo habría vuelto a registrar un crecimiento elevado en el cuarto trimestre, similar o ligeramente inferior al observado en el tercero, conforme a la información disponible (véase gráfico 13). Entre los indicadores cualitativos, tanto el PMI de los productores de este tipo de bienes como la valoración de la cartera de pedidos exteriores mostraron pequeños avances en noviembre. Por lo que respecta a los indicadores cuantitativos, en términos de la tasa de variación intertrimestral móvil de tres meses, el IPI de este tipo de bienes moderó su crecimiento en octubre, mientras que, en cambio, las matriculaciones de vehículos de carga recuperaron algo de dinamismo en el mismo mes.

En cuanto a las condiciones financieras empresariales, el tipo de interés de las nuevas operaciones crediticias por importes inferiores a un millón de euros, segmento en el que se concentran los préstamos a las pymes, se elevó 16 pb entre junio y octubre, hasta el 3,7 %, mientras que el de las de cuantía superior, que presenta una mayor volatilidad, cayó 59 pb, situándose en el 1,8 % (véase gráfico 10). Por su parte, el coste de las emisiones de valores de renta fija a corto plazo se incrementó 10 pb entre junio y noviembre, mientras que tanto el de las de largo plazo como el de los recursos propios descendieron en este período: 22 pb y 10 pb, respectivamente.

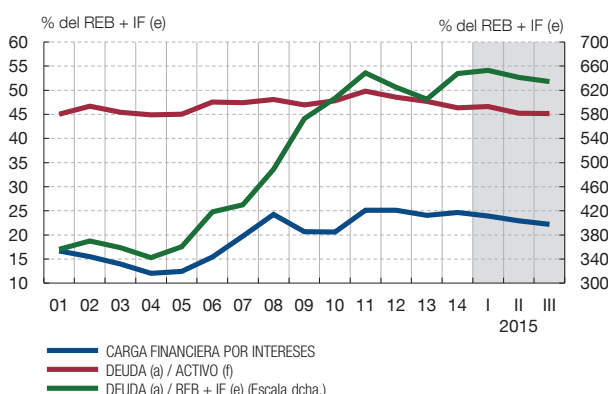
Las favorables condiciones de financiación bancaria siguieron impulsando el avance interanual del volumen de nuevas operaciones crediticias entre junio y octubre. En línea con esta evolución, el ritmo de caída del saldo de los préstamos concedidos por las entidades residentes al sector empresarial siguió moderándose en este período, al pasar del 3,9 % al 1 %. Por su parte, las emisiones de valores de renta fija se aceleraron algo en los últimos meses, mientras que el descenso interanual de los préstamos del resto del mundo mostró una cierta intensificación. El detalle del crédito por finalidades muestra que el ritmo de descenso de esta fuente de financiación, que sigue siendo más acusado en los sectores de la construcción e inmobiliario, se moderó en todas las ramas de actividad en el tercer trimestre del año, destacando la evolución observada en la industria, en la que, por primera vez desde 2010, se registró un avance interanual positivo (del 1,1 %). La menor disminución del saldo de crédito es coherente con la información procedente de la Central de Información de Riesgos del Banco de España, que revela cómo los procesos de desendeudamiento afectan a una proporción cada vez más reducida de compañías.

El mayor dinamismo del crédito empresarial está también en línea con los resultados de la última oleada de la encuesta sobre el acceso a la financiación de las pymes (que cubre el período comprendido entre abril y septiembre de 2015), que pone de manifiesto que estas empresas percibieron nuevamente una mejoría en la disponibilidad de financiación bancaria, así como también en las condiciones de financiación aplicadas por las entidades (véase recuadro 5). En cambio, los resultados de la EPB de octubre evidencian una estabilidad tanto en la demanda de fondos como en los criterios de concesión durante el tercer trimestre

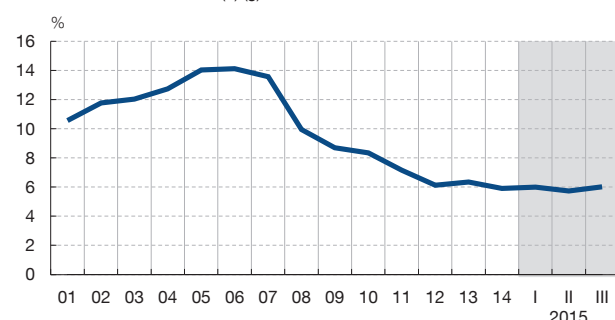
1 DEUDA (a) Y CARGA FINANCIERA POR INTERESES. CUENTAS NACIONALES (b)



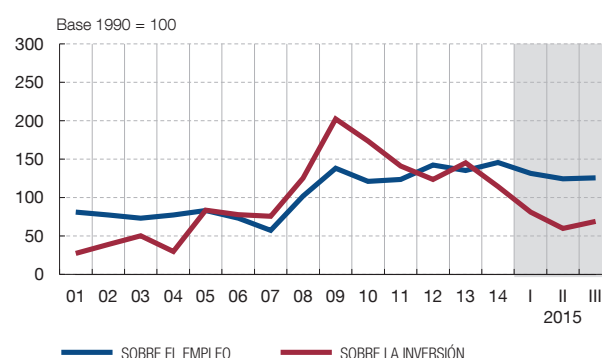
2 ENDEUDAMIENTO Y CARGA FINANCIERA. CENTRAL DE BALANCES (d)



3 RENTABILIDAD ORDINARIA DE LOS RECURSOS PROPIOS. CENTRAL DE BALANCES (d) (g)



4 INDICADORES SINTÉTICOS DE PRESIÓN FINANCIERA (d) (h)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Recursos ajenos con coste.
- b El último dato de cada serie es una estimación.
- c La serie del PIB está ajustada de estacionalidad.
- d Los indicadores elaborados a partir de la muestra de Central de Balances se han construido hasta 2013 con la información de Central de Balances Anual (CBA). Desde esa fecha en adelante, se han extrapolado a partir de la evolución de la Central de Balances Trimestral (CBT).
- e Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- f Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- g Definida como Resultado ordinario neto / Recursos propios medios.
- h Indicadores estimados a partir de la CBA y la CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

[Descargar](#)

de 2015. Para el trimestre en curso, las entidades anticipaban un mantenimiento de los criterios de oferta crediticia y un incremento de la demanda de crédito.

Por otra parte, los datos disponibles apuntan, en conjunto, a una nueva mejoría de la posición patrimonial del sector de sociedades no financieras en el tercer trimestre. Así, las ratios de endeudamiento y de carga financiera en relación con el PIB siguieron reduciéndose, lo que se vio favorecido tanto por el crecimiento del producto como por el descenso de los recursos ajenos y, en el caso de la carga financiera, también por la caída del coste del saldo vivo de la deuda (véase gráfico 14). Para la muestra de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), la tendencia expansiva de la actividad que ya se observó en 2014 se prolongó en los tres primeros trimestres de 2015, extendiéndose a casi todas las ramas productivas, y propiciando una recuperación de los excedentes y de la rentabilidad. Al mismo tiempo, la ratio de endeudamiento media de estas empresas siguió descendiendo entre enero y septiembre, y también el peso que suponen los gastos financieros en relación con los excedentes de explotación generados. A pesar de ello, los

indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo repuntaron algo en el tercer trimestre, si bien se mantuvieron en niveles inferiores a los registrados en el cierre del ejercicio anterior.

3.3 El sector exterior y la balanza de pagos

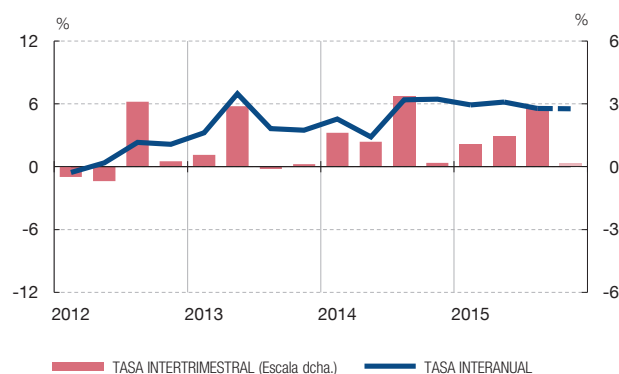
La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB habría sido nula en el período octubre-diciembre, a tenor de la información disponible, relativa únicamente al tramo inicial del trimestre. En tasa interanual (véase gráfico 15), se estima que los flujos comerciales reales con el exterior habrían mostrado un tono menos dinámico que en el pasado reciente, en un contexto externo en el que las exportaciones podrían estar empezando a acusar el deterioro de algunos mercados emergentes y en el que las importaciones parecen proporcionar también algunas señales de pérdida de impulso, probablemente ligadas a la ralentización de las ventas al exterior.

Según los datos de Aduanas, las exportaciones reales de bienes descendieron en octubre un -1,5 % interanual, frente al crecimiento del 3,4 % registrado en el tercer trimestre. Por grupos de productos, las exportaciones de bienes de consumo siguieron avanzando a tasas elevadas (en particular, en el caso de los duraderos), acentuándose los retrocesos de las ventas al exterior de bienes de equipo y, sobre todo, intermedios. Por áreas geográficas, se moderó el aumento de las exportaciones dirigidas a la UE, mientras que las extracomunitarias acrecentaron su descenso hasta el -8,5 %. El comportamiento del turismo habría mantenido un tono favorable en el trimestre en curso, de acuerdo con los indicadores disponibles. En particular, las entradas de turistas extranjeros y las pernoctaciones hoteleras registraron en octubre avances interanuales del 9,7 y del 8,6 %, respectivamente (frente a las tasas del 3,4 % y del 3,9 % del tercer trimestre). El crecimiento de las importaciones reales de bienes se moderó en octubre hasta el 0,3 % interanual (6,2 % en el tercer trimestre). Por grupos de productos, contrasta el fuerte avance de las compras de bienes de equipo con el pronunciado descenso de las importaciones de bienes intermedios energéticos. Por su parte, las importaciones de bienes de consumo duradero ralentizaron significativamente su ritmo de crecimiento.

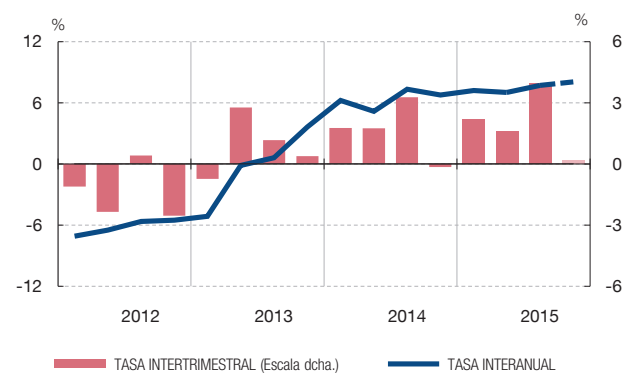
Según los datos de avance de Balanza de Pagos, las balanzas por cuenta corriente y de capital registraron en los nueve primeros meses de 2015 un saldo positivo de 13,2 mm de euros en términos acumulados, frente a los 5,8 mm registrados en el mismo período de 2014. Esta mejora se explica por la reducción del déficit de rentas primarias y secundarias y, en menor medida, por el aumento del superávit de bienes y servicios. Dentro de la balanza de bienes, siguen observándose una reducción de la factura energética, por el descenso del precio del petróleo, y una disminución del superávit no energético (véase gráfico 15).

Por lo que respecta a los flujos financieros con el resto del mundo, en el tercer trimestre del año los agentes no residentes realizaron inversiones en la economía española por un importe de unos 13,6 mm de euros, registrándose los flujos más cuantiosos en la rúbrica de las *inversiones directas* y, sobre todo, en la de las *otras inversiones*. Al mismo tiempo, las adquisiciones netas de activos en el exterior de los residentes, excluido el Banco de España, superaron los 27 mm de euros, siendo especialmente elevadas las realizadas por los *otros sectores residentes* en forma de *inversiones directas* y *en cartera*. Estos flujos de la cuenta financiera, unidos a la capacidad de financiación de la nación, se reflejaron en variaciones poco significativas de la posición deudora del Banco de España frente al resto del mundo. En términos acumulados de doce meses, tampoco se observaron cambios importantes en este saldo, en un contexto en el que la inversión de los residentes en el exterior fue algo más elevada que la realizada por los no residentes en España (véase

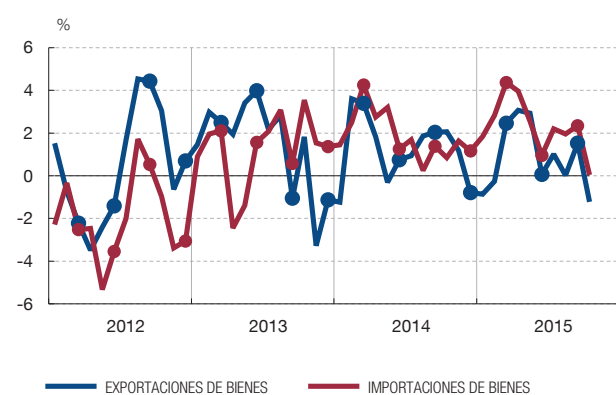
1 EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



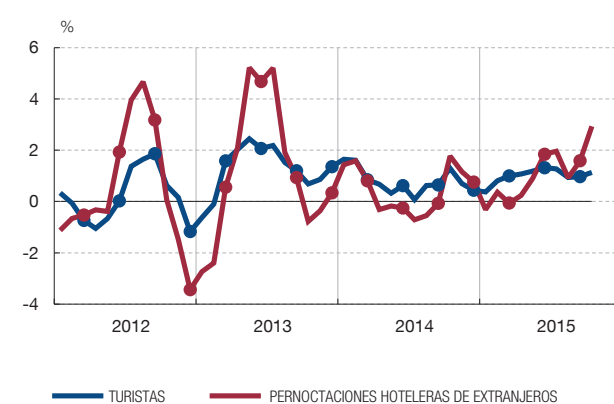
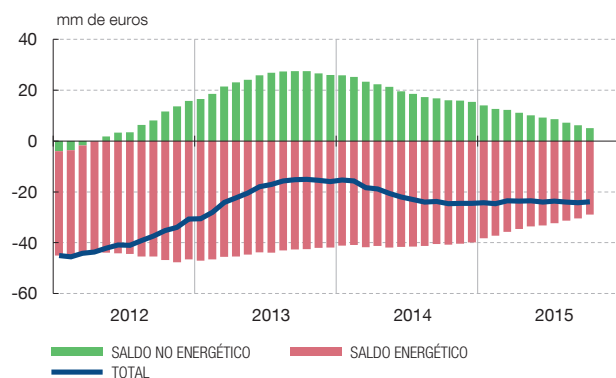
2 IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



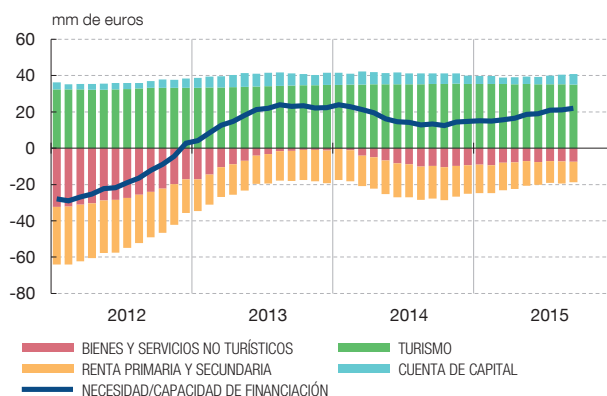
3 INDICADORES DE ADUANAS (b) (c)



4 INDICADORES DE TURISMO (c)

5 COMERCIO EXTERIOR DE BIENES
Cifras acumuladas de los últimos doce meses

6 DESGLOSE DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y DE CAPITAL (d)



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

a Datos de la CNTR a precios constantes. Series ajustadas de estacionalidad.

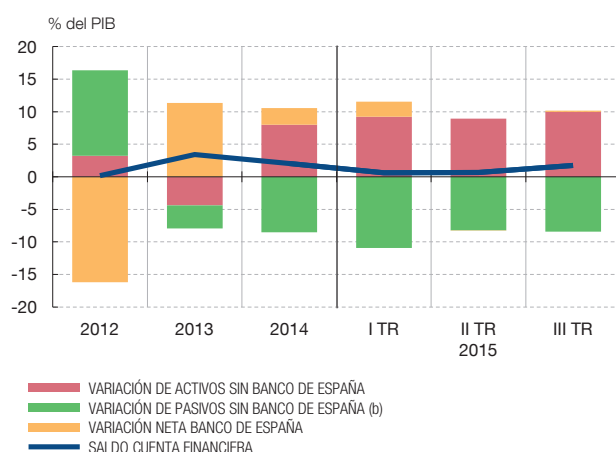
b Series deflactadas con índices de precios de exportación (IPRIX) e importación (IPRIM) de productos industriales.

c Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.

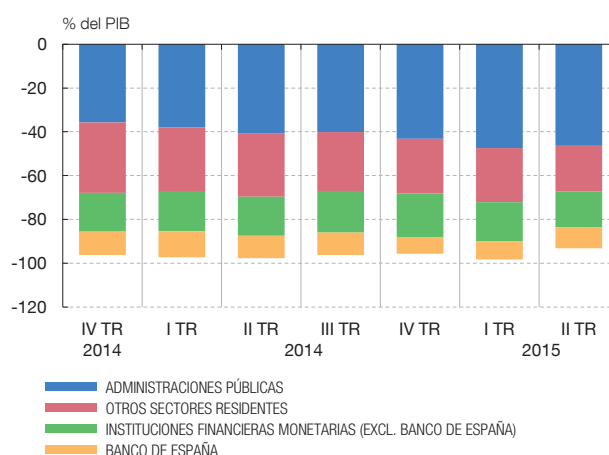
d Datos conforme al sexto Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional.

[Descargar](#)

1 CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS (a)



2 POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



FUENTE: Banco de España.

- a Para datos trimestrales acumulados de cuatro trimestres.
 b Con signo cambiado.



gráfico 16). Por su parte, la información sobre la posición de inversión internacional muestra que en el segundo trimestre (última información disponible) se redujo el saldo deudor en 5,8 pp con respecto al año anterior, hasta el 92,5 % del PIB, como resultado tanto de la capacidad de financiación que presentó la nación como de las variaciones en el precio de los activos y pasivos y en el tipo de cambio.

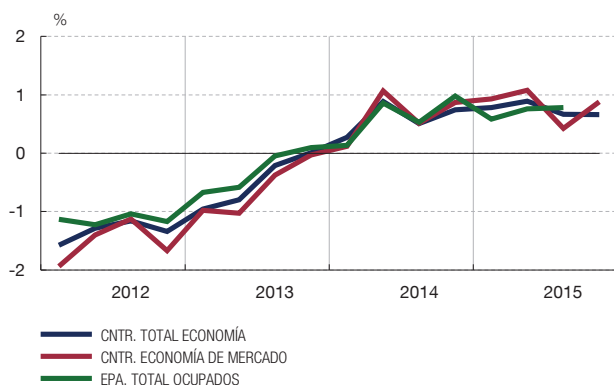
3.4 El mercado de trabajo

Tras la ralentización del tercer trimestre, el empleo mostró un cierto repunte en octubre y noviembre. En concreto, en este último mes la variación mensual de las afiliaciones a la Seguridad Social se incrementó hasta el 0,3 % en términos desestacionalizados (véanse gráficos 17.1 y 17.2). La mejora, bastante generalizada por ramas de actividad, tuvo mayor intensidad en la agricultura y en la construcción que en la industria y en las ramas de servicios de mercado. En conjunto, la información procedente de este indicador sugiere que el aumento del empleo del total de la economía en el cuarto trimestre, en términos de la CNTR, podría haber sido del 0,7 %, tasa similar a la observada en el trimestre precedente. Por su parte, en el agregado de la economía de mercado el empleo podría haber registrado una cierta aceleración.

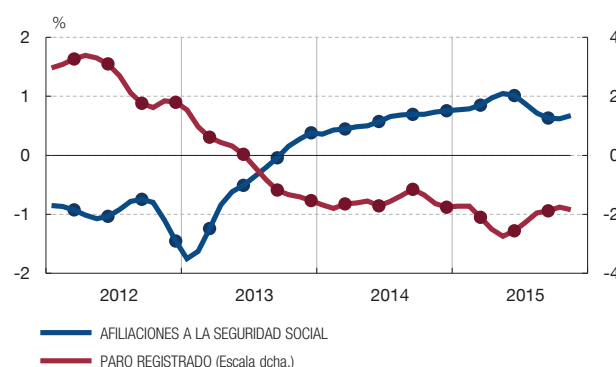
Con respecto al paro registrado en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE), el ritmo de descenso se aceleró tres décimas en noviembre, hasta el -8 %. Por su parte, los contratos registrados en el SEPE mostraron un crecimiento interanual del 15,8 % en noviembre, ligeramente superior al del tercer trimestre, con avances similares de los contratos indefinidos y temporales.

En cuanto a la evolución salarial, en noviembre la negociación colectiva siguió registrando un ritmo de avance elevado. La cifra de trabajadores con convenio cerrado para 2015 en los once primeros meses del año —más de 5,8 millones— es superior a la observada en el período análogo de cualquiera de los cuatro años precedentes. Los convenios firmados incorporan un incremento promedio de las tarifas del 0,75 %, por debajo del límite superior del 1 % recomendado en el Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva firmado en junio por los agentes sociales, aunque los convenios de nueva

1 EMPLEO
Tasas intertrimestrales (a)



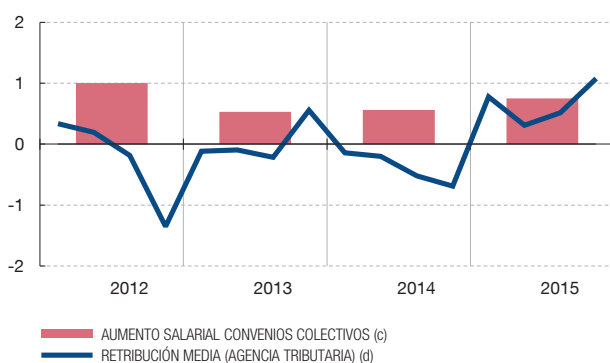
2 INDICADORES DE EMPLEO Y PARO (b)



3 REMUNERACIÓN POR ASALARIADO
Tasas interanuales (a)



4 INDICADORES DE SALARIOS
Tasas interanuales



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

- a Tasas calculadas sobre series ajustadas. Empleo de la CNTR, medido en términos de empleo equivalente.
b Tasas de la media móvil de tres términos con tres desfases, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad. El punto equivale a la tasa intertrimestral.
c Con información hasta noviembre de 2015. Sin incluir cláusula de salvaguarda.
d Datos brutos trimestrales. Último trimestre, con información solo de octubre de 2015.

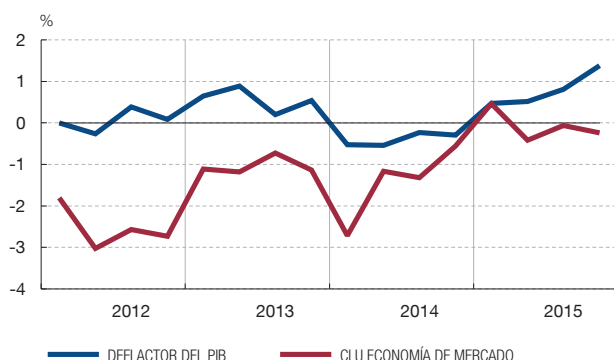
Descargar

firma registrados en los dos últimos meses se situaron ya muy cerca de esa referencia. Por otra parte, la retribución bruta media en las grandes empresas experimentó un leve repunte en el tercer trimestre, que se intensificó al inicio del cuarto, al crecer un 1,1 % en octubre. No obstante, esta tasa estaría afectada por la recuperación del 25 % de la paga extra suprimida en 2012 en las empresas públicas, como ya ocurrió a principios de año. A la luz de estos indicadores, cabe esperar que la remuneración por asalariado de la CNTR en el total de la economía muestre un cierto repunte en el cuarto trimestre, manteniendo un tono más estable en el conjunto de ramas de mercado (véase gráfico 17.3).

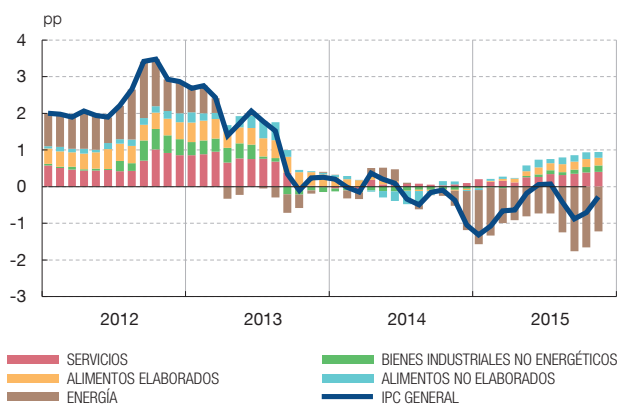
3.5 La evolución de los precios

El deflactor de la demanda final habría experimentado un repunte significativo en el cuarto trimestre del año, según las estimaciones realizadas. En parte, ello se debería a la desaceleración de la caída del deflactor de las importaciones, pues, aunque los precios de las compras al exterior descendieron en el último trimestre de 2015, lo hicieron en menor medida que en el mismo periodo de 2014. Sin embargo, al incremento del ritmo de avance del deflactor de la demanda final habría contribuido en mayor medida la aceleración de

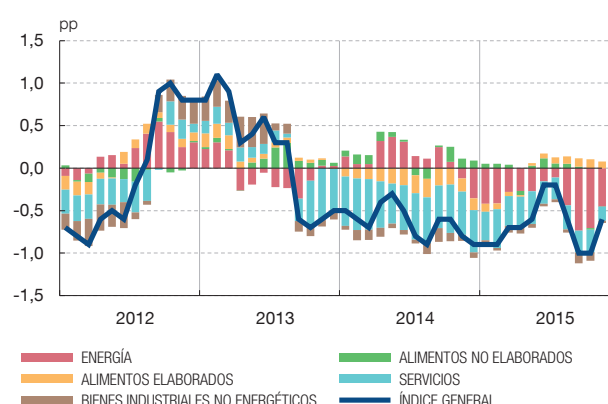
1 DEFLACTOR DEL PIB Y COSTES LABORALES UNITARIOS (a)

2 INDICADORES DE PRECIOS
Tasas interanuales

3 CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL DEL IPC



4 CONTRIBUCIONES AL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN ENTRE ESPAÑA Y LA UEM



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Eurostat y Banco de España.

a Tasas interanuales, calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

 Descargar

los precios interiores, medidos por el deflactor del PIB (véase gráfico 18). Esta evolución se habría debido a un factor de naturaleza muy específica, como es el impacto sobre el deflactor del consumo público de la devolución de una parte de la paga extra suprimida en 2012.

En el período más reciente, el IPC ha moderado su ritmo de descenso, hasta el -0,3 % en noviembre (véase gráfico 18). Esta evolución respondió, sobre todo, a la trayectoria del componente energético, cuyos precios se redujeron en ese mes un -10 %, frente al retroceso del -13,6 % de septiembre. Esta senda refleja el hecho de que, aunque el precio del petróleo ha experimentado disminuciones recientes, estas han sido menores que las observadas en el mismo período del año pasado.

El IPC no energético y el IPSEBENE registraron igualmente una cierta aceleración en noviembre, hasta el 1,1 % y el 1 %, respectivamente, en ambos casos una décima por encima de la cifra de finales del tercer trimestre. Los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos y los servicios registraron una pequeña aceleración en el período octubre-noviembre. El ritmo de variación de los precios de los alimentos elaborados disminuyó levemente, en consonancia con el retroceso de los precios de importación de este tipo de bienes.

El diferencial de inflación negativo entre España y el área del euro se ha reducido en la etapa más reciente. En concreto, entre septiembre y noviembre la tasa de variación interanual del IAPC aumentó siete décimas en España y tres en la UEM, hasta situarse, respectivamente, en el $-0,4\%$ y el $0,2\%$. En consecuencia, ese diferencial negativo se estrechó cuatro décimas, hasta $-0,6$ pp. En el caso del IPSEBENE, el diferencial negativo descendió dos décimas, hasta $-0,1$ pp, con disminuciones de $0,4$, $0,2$ y $0,1$ pp en los componentes de bienes industriales no energéticos, servicios y alimentos elaborados, respectivamente.

17.12.2015.

El BCE hizo públicos el pasado 2 de diciembre los resultados de la decimotercera edición de la encuesta sobre el acceso a la financiación de las pymes del área del euro (SAFE, por sus siglas en inglés), cuyo principal objetivo es identificar posibles cambios en el acceso al crédito de estas compañías. Para ello, se pregunta a las empresas encuestadas sobre la evolución en los últimos seis meses (en este caso, entre abril y septiembre de 2015) de su situación económica y financiera, sus necesidades de financiación externa y las condiciones en las que han obtenido o no dicha financiación.

En el caso de las pymes españolas, los datos de esta última edición de la encuesta muestran una prolongación de la tendencia de

mejoría de su situación económica. Así, el porcentaje neto (diferencia entre respuestas positivas y negativas) de estas empresas que declararon un aumento de las ventas fue positivo (27 %), y claramente superior tanto al de la edición anterior (11 %) como al registrado para el conjunto de la eurozona (17 %) (véase gráfico 1). Esta evolución estuvo acompañada de un descenso de los costes, lo que permitió que, por primera vez desde que se elabora esta encuesta, y en contraste con lo observado en la UEM, los beneficios crecieran, en términos netos, para un 6 % de ellas.

Al ser preguntadas por el principal problema al que se enfrentan, la falta de clientes fue el más señalado (seleccionado por un 29 % de estas empresas), seguido de la competencia (escogido por un

Gráfico 1
EVOLUCIÓN DE LAS VENTAS Y LOS BENEFICIOS (a)

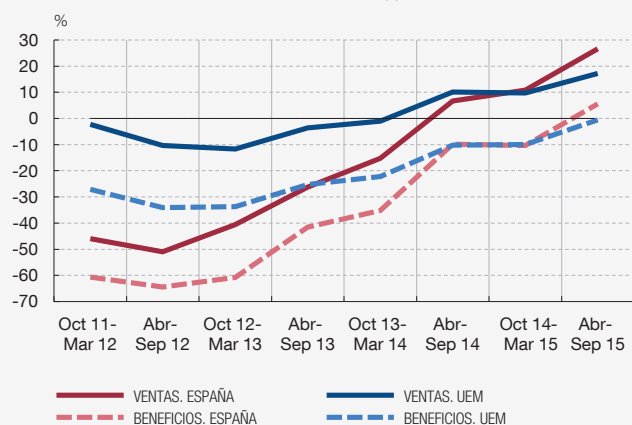


Gráfico 2
EVOLUCIÓN DE LA DISPONIBILIDAD DE PRÉSTAMOS BANCARIOS (b)



Gráfico 3
PYMES CON DIFICULTADES PARA OBTENER PRÉSTAMOS BANCARIOS (c)

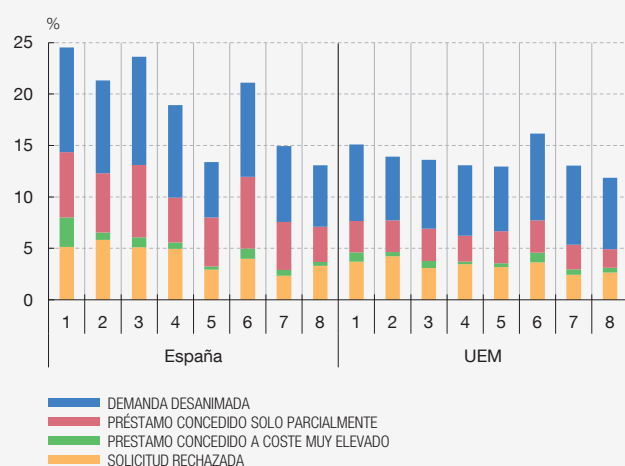
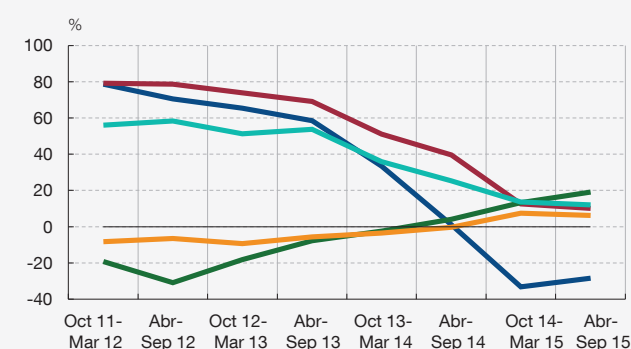


Gráfico 4
EVOLUCIÓN DE LAS CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS. ESPAÑA (a)



FUENTE: Banco Central Europeo.

a Porcentaje de empresas que señalan aumento menos el de las que señalan descenso.

b Porcentaje de empresas que señalan una mejora menos el de las que señalan un deterioro.

c Los números en el eje horizontal indican las rondas de la encuesta, correspondiendo el «1» al período octubre 2011-marzo 2012 y el «8» al período abril-septiembre 2015.

18 % de ellas), mientras que el acceso a la financiación quedó relegado a un cuarto lugar, siendo seleccionado tan solo por un 11 % (proporción similar a la de la UEM), que es, además, el menor porcentaje registrado desde el comienzo de la encuesta (2009).

En este contexto, la proporción de pymes españolas que solicitan créditos a la banca aumentó unos 3 pp, hasta situarse en un 36 %, cifra superior a la registrada en el conjunto de la eurozona. Por su parte, la disponibilidad de financiación bancaria volvió a mejorar, de modo que, en términos netos, un 30 % de las empresas encuestadas informó en este sentido, dato idéntico al de la edición previa y 22 pp por encima del porcentaje registrado para sus homólogas de la UEM (véase gráfico 2). Además, las pymes percibieron una evolución favorable en la mayoría de factores condicionantes de dicha disponibilidad. En concreto, la proporción de empresas que, en términos netos, señalaron una mejoría en la disposición de las entidades a otorgar préstamos o de las perspectivas macroeconómicas siguió siendo positiva y elevada (del 37 % y del 34 %, respectivamente), aunque algo inferior a la de los seis meses previos.

El porcentaje de pymes cuyas solicitudes de financiación fueron denegadas se situó en valores relativamente reducidos (del 9 %), cifra prácticamente idéntica a la registrada en el conjunto de la UEM, aunque 2 pp superior a la observada durante la edición anterior. No obstante, si se considera un indicador más amplio de dificultades para obtener préstamos bancarios¹, se percibe una mejoría en comparación con el período previo. Así, las dificultades

afectaron a un 13 % de estas compañías, dato muy similar al de la UEM (12 %) y 2 pp inferior al de la edición precedente (véase gráfico 3).

En relación con las condiciones de financiación, los resultados también fueron, en conjunto, favorables. Así, la proporción de empresas que reportaron un descenso en los tipos de interés superó al de las que informaron de un ascenso, por segundo semestre consecutivo, registrándose un porcentaje neto elevado (del 29 %) (véase gráfico 4), si bien algo inferior al de la edición anterior (33 %). Por otro lado, la proporción neta de pymes que indicaron un aumento en otros costes distintos de los intereses descendió algo más de dos puntos, hasta el 10 %, mientras que la de compañías que señalaron un aumento en la cuantía de los préstamos concedidos continuó creciendo (19 %, frente al 13 % de seis meses antes). Los plazos de vencimiento se ampliaron para un 6 % de las empresas encuestadas, en términos netos, siendo el segundo semestre consecutivo que se registran porcentajes positivos en este aspecto. Por último, en el caso de las garantías requeridas por los bancos, el endurecimiento percibido por las pymes españolas siguió moderándose.

En resumen, la última oleada de la SAFE evidencia una prolongación de la pauta de mejoría en el acceso de las pymes españolas a la financiación externa entre abril y septiembre de 2015. En un contexto de progresiva recuperación de su actividad y de su situación económica, estas empresas han percibido una mayor disponibilidad de los bancos a prestar dinero, menores dificultades para acceder a nuevos recursos y unas condiciones de financiación más favorables. Además, en muchos de los aspectos analizados, la mejoría se estaría registrando de forma más evidente que en el conjunto de la UEM. Finalmente, la encuesta también muestra unas expectativas favorables, de modo que las pymes españolas preveían que su acceso al crédito bancario continuaría evolucionando de forma positiva entre octubre de 2015 y marzo de 2016.

¹ Este indicador recoge las sociedades en alguna de las siguientes situaciones: aquellas cuyas peticiones de fondos fueron rechazadas, aquellas a las que les fueron concedidos los fondos pero solo parcialmente, las sociedades a las que se otorgó el préstamo pero a un coste considerado por estas como muy elevado y las que no solicitaron financiación porque creían que no se la concederían (demanda desanimada).

LA INTERNACIONALIZACIÓN DE LAS PYMES ESPAÑOLAS: PRINCIPALES DESARROLLOS RECIENTES Y SUS DETERMINANTES

Este artículo ha sido elaborado por M.^a Jesús González Sanz y César Martín Machuca, de la Dirección General de Economía y Estadística.

Introducción

El dinamismo que las exportaciones españolas han mostrado en los últimos años ha reflejado, en buena medida, el avance en la internacionalización de nuestro tejido productivo. La intensa y prolongada debilidad de la demanda nacional durante la pasada recesión incentivó la búsqueda de nuevos mercados, en un contexto en el que la moderación de los costes laborales y, posteriormente, también de los financieros ha fortalecido la posición competitiva de las empresas españolas¹.

Conocer las características de las empresas que están detrás de la reciente ampliación de la base exportadora de la economía española aporta información relevante sobre su posible evolución futura. La evidencia disponible más reciente sugiere que las pymes están participando de forma significativa en la ampliación de la base exportadora² y en la diversificación geográfica de las ventas al exterior. Los avances tecnológicos y logísticos y los procesos de liberalización comercial han reducido los costes de exportación también para este tipo de empresas, aunque, en promedio, sus menores niveles de productividad y los mayores costes de acceso a la financiación externa continúan dificultando su penetración y consolidación en los mercados exteriores.

El objetivo de este artículo es identificar los rasgos más relevantes del proceso de internacionalización de las pymes en los últimos años, así como averiguar qué factores determinan su propensión a exportar. El resto del artículo se organiza del siguiente modo. En la segunda sección, se describen las bases de datos utilizadas y se analiza la contribución de las pymes a la evolución reciente de las exportaciones. En la tercera sección, se estiman las características que elevan la probabilidad de exportar de las pymes e impulsan su diversificación geográfica. Finalmente, se presentan las principales conclusiones que se derivan de este análisis.

Las pymes y las exportaciones de bienes

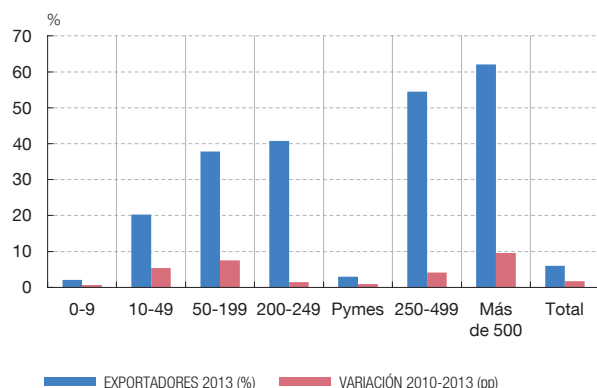
En los análisis que se presentan a continuación, se utiliza información a nivel de empresa elaborada por el Banco de España, así como datos agregados de la Agencia Estatal de la Administración Tributaria (AET) y del ICEX. Los datos microeconómicos empleados por el Banco de España proceden de la Balanza de Pagos, la Central de Balances y las Cuentas Anuales depositadas por las empresas españolas en los Registros Mercantiles. La base de datos resultante se ha utilizado en trabajos anteriores sobre el sector exterior de la economía española [véase Martín Machuca, Rodríguez y Tello (2009)]. La unidad de referencia en esta base de datos son las relaciones comerciales bilaterales empresa-país, y cuenta con datos anuales para el período 2001-2013. Hay que tener en cuenta que estos datos infrarrepresentan las pymes³. Por este motivo, esta información se complementa en este artículo con datos de carácter más agregado. La AET ha comenzado a publicar recientemente datos de las exportaciones de bienes agrupados en función del tamaño de la empresa (aproximada por el número medio de empleados) y el carácter estable o no de la actividad exportadora. Estos datos

¹ Véase García y Prades (2015).

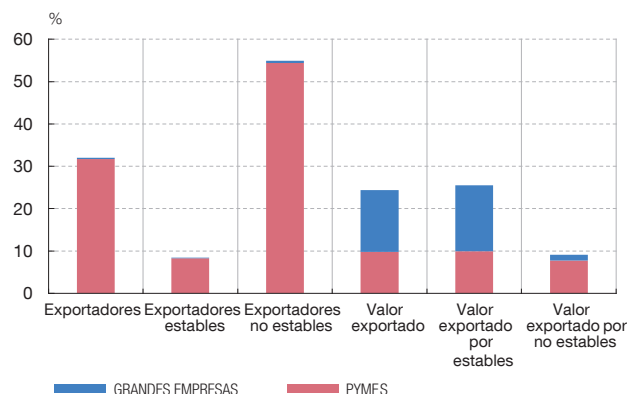
² En el contexto de este artículo, la base exportadora hace referencia al número de empresas o relaciones exportadoras, en función de la unidad de referencia de los datos disponibles.

³ En 2008 se elevó el umbral de simplificación de declaración por transacción-país de la Balanza de Pagos hasta 50.000 euros, que introduce una ruptura en la serie. Los efectos de la elevación del umbral de declaración afectan significativamente a la cobertura de la población de pequeñas empresas exportadoras a partir de dicho año.

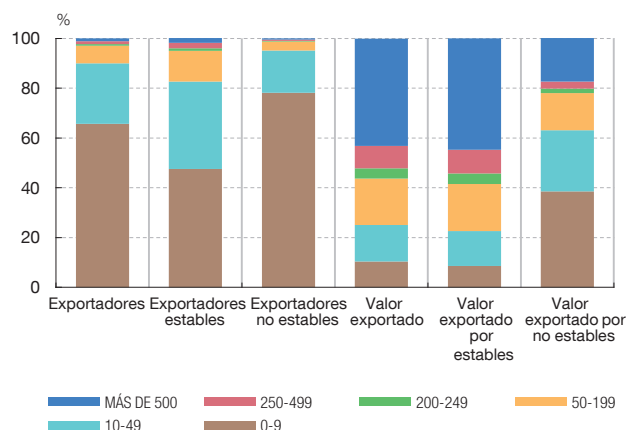
1 PROPORCIÓN DE EMPRESAS EXPORTADORAS POR TRAMOS DE TAMAÑO
Porcentaje sobre el total de empresas



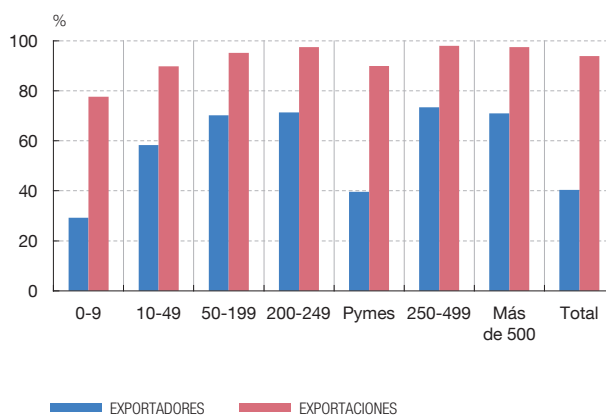
2 CONTRIBUCIONES DE LAS PYMES Y LAS GRANDES EMPRESAS A LA EVOLUCIÓN DE LA BASE EXPORTADORA Y DE LAS EXPORTACIONES
Variaciones entre 2010-2013



3 DISTRIBUCIÓN DE LA BASE EXPORTADORA POR TAMAÑO DE LAS EMPRESAS
Porcentaje sobre el total (2013)



4 PROPORCIÓN DE EXPORTADORES ESTABLES Y DE SUS EXPORTACIONES
Proporción del total de cada categoría de empresas (2013)



FUENTES: Agencia Estatal de Administración Tributaria y Directorio Central de Empresas del INE (DIRCE).

a Las pyme incluyen las empresas de 0 a 249 empleados.

están disponibles para el período 2010-2013 y permiten caracterizar a grandes rasgos el peso relativo de las pymes en las exportaciones españolas. Esta información se complementa con los informes sobre la empresa exportadora del ICEX, disponibles hasta el año 2014, que proporcionan información de las exportaciones de bienes por tramos de valor exportado⁴, estabilidad en la actividad exportadora y destino de las ventas en el exterior.

A la hora de analizar los rasgos principales de las pymes exportadoras, conviene tener presente que este grupo de empresas se caracteriza por su gran heterogeneidad, ya que en esta categoría se incluyen desde las microempresas (que cuentan con un máximo de 9 empleados) hasta compañías que alcanzan los 249 trabajadores. Esta heterogeneidad se refleja, según los datos de la AET, en el amplio grado de dispersión de la proporción de pymes que exportan en cada tramo de tamaño, que se sitúa en tan solo un 2 % en las microempresas y que supera el 40 % en las que tienen entre 200 y 249 empleados (véase gráfico 1). De hecho,

⁴ En este trabajo, cuando se emplean datos del ICEX se asimilan a la categoría de pymes las empresas cuyo valor exportado se sitúa por debajo de un millón de euros.

la dispersión en la proporción de empresas exportadoras es mucho más acusada entre las microempresas y las compañías de tamaño medio que entre estas últimas y las grandes, en línea con la evidencia internacional [véase Comisión Europea (2014)].

Un primer aspecto que hay que señalar es que, en todos los tramos de tamaño, incluidas las empresas grandes, desde 2010, se ha intensificado la internacionalización del tejido productivo, si bien es la expansión de las pymes exportadoras la que explica, en su mayor parte, el incremento de la proporción de empresas exportadoras, hasta el 6 % del total. La mayor parte de las empresas exportadoras son pymes; concretamente, cerca del 98 % del total. Asimismo, entre 2010 y 2013, las pymes explican la práctica totalidad del incremento del número de exportadores, tanto estable como no estable⁵.

En términos generales, las pymes han tenido una aportación positiva al crecimiento de las exportaciones totales desde la recuperación del comercio mundial, a partir de 2009, aunque dicha contribución ha sido menos relevante que la protagonizada por las grandes empresas, con la excepción de las exportaciones no estables, que representan, en cualquier caso, una fracción minoritaria de las ventas al exterior. Los datos del ICEX correspondientes a 2014 muestran que las pymes continuaron consolidando su presencia en el exterior, con un incremento de la base exportadora estable del 15 % (superior al registrado por el total de las empresas exportadoras estables, del 11 %).

La distribución geográfica de las exportaciones realizadas por las empresas españolas se puede aproximar a partir de los datos del ICEX, que proporcionan información por tramos de valor exportado. El patrón geográfico de las empresas asimilables a pymes es similar al de las exportaciones totales españolas, si bien el peso relativo de los mercados comunitarios es algo más reducido que en las exportaciones totales. Al mismo tiempo, hay una concentración más acusada en mercados cercanos geográficamente, como Portugal y Marruecos, o con lazos históricos y culturales, como América Latina. Ello es debido a que, a pesar de los avances tecnológicos y logísticos, estos vínculos facilitan la diversificación geográfica de las pymes, lo que es especialmente relevante si se tiene en cuenta que estas empresas todavía se enfrentan a mayores dificultades a la hora de exportar hacia mercados más lejanos geográfica o institucionalmente.

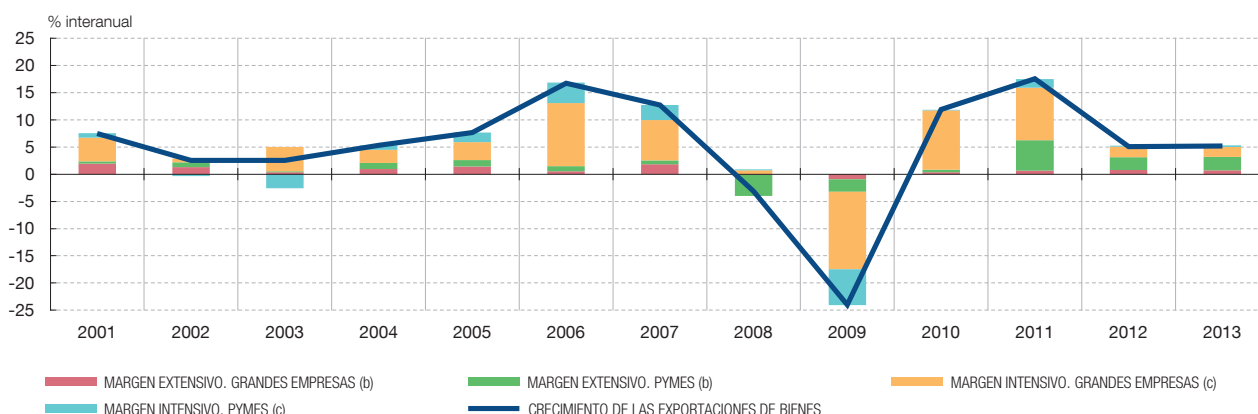
La interacción entre el número de empresas exportadoras (*margen extensivo*) y su volumen de exportación unitario (*margen intensivo*) determina la evolución de las ventas al exterior en cada tramo de tamaño. De acuerdo con la literatura, en general, la capacidad de crecimiento a largo plazo de las exportaciones depende fundamentalmente de la evolución del margen extensivo, y, en particular, de las empresas que exportan de forma estable, mientras que su dinámica a corto plazo refleja principalmente el comportamiento del margen intensivo. Según los datos microeconómicos del Banco de España, la contribución de las pymes al crecimiento de las exportaciones totales ha repuntado sensiblemente desde la recuperación de los flujos comerciales internacionales después del colapso que tuvo lugar entre 2008 y 2009, hasta representar cerca del 40 % del total, frente a un 10 % en la anterior fase expansiva (véase gráfico 2). En consonancia con los datos de la AET, este ascenso se ha apoyado principalmente en el margen extensivo, mientras que su contribución al margen intensivo es minoritaria⁶.

5 Se entiende por empresa exportadora estable aquella que ha vendido en el exterior al menos cuatro años consecutivos.

6 La evidencia empírica disponible para España señala que el incremento del margen intensivo de las pymes se ha debido especialmente a las de mayor tamaño y pertenecientes a los sectores de intensidad tecnológica alta, ya que sus niveles de eficiencia y el valor añadido más elevados han favorecido su consolidación en los mercados internacionales [véase Máñez y Sanchís (2014)].

MARGEN EXTENSIVO E INTENSIVO: CONTRIBUCIÓN A LA VARIACIÓN DE LAS EXPORTACIONES (a).
Período 2001-2003

GRÁFICO 2

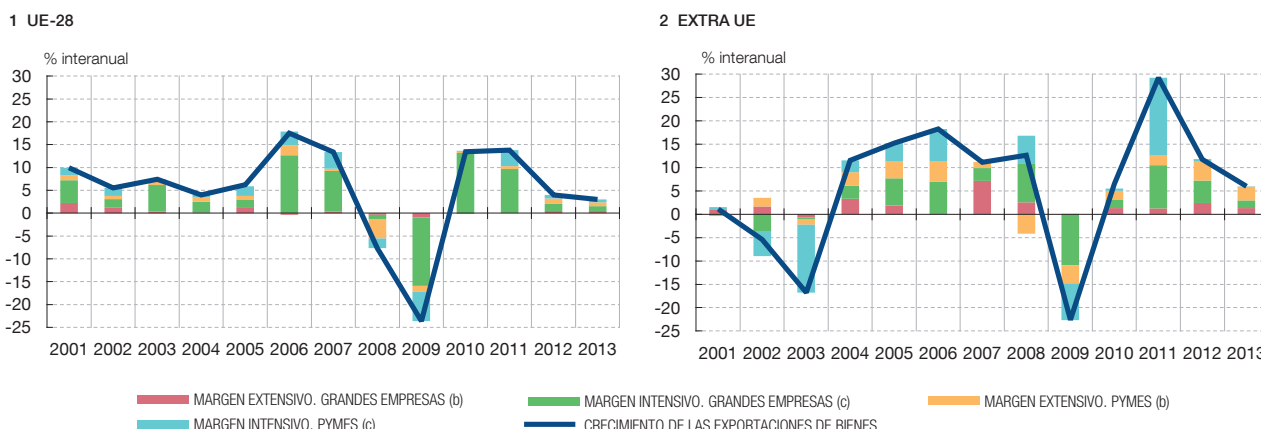


FUENTE: Banco de España, a partir de las estadísticas de Balanza de Pagos, Central de Balances Anual y Registro Mercantil.

- a Se calculan los márgenes para aquellas empresas cuyo tamaño es conocido. Las grandes empresas incluyen aquellas con 250 trabajadores o más.
b El margen extensivo se define como la contribución al incremento (descenso) en el valor exportado derivado de un aumento (retroceso) del número de países a los que una empresa exporta, o las relaciones comerciales «empresa-país-destino».
c El margen intensivo se define como la contribución al incremento (descenso) en el valor exportado derivado de un aumento (retroceso) de la cantidad exportada por cada empresa a cada país.

MARGEN EXTENSIVO E INTENSIVO DE LAS PYMES Y GRANDES EMPRESAS: CONTRIBUCIÓN A LA VARIACIÓN DE LAS EXPORTACIONES (a)
Período 2001-2013

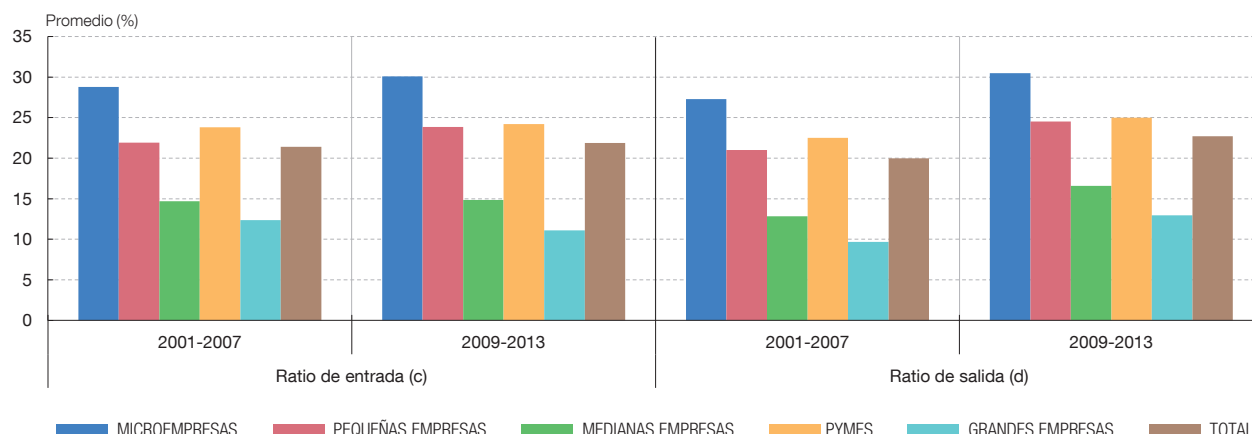
GRÁFICO 3



FUENTE: Banco de España, a partir de las estadísticas de Balanza de Pagos, Central de Balances Anual y Registro Mercantil.

- a Se calculan los márgenes para aquellas empresas cuyo tamaño es conocido. Las grandes empresas incluyen aquellas con 250 trabajadores o más.
b El margen extensivo se define como la contribución al incremento (descenso) en el valor exportado derivado de un aumento (retroceso) del número de países a los que una empresa exporta, o las relaciones comerciales «empresa-país-destino».
c El margen intensivo se define como la contribución al incremento (descenso) en el valor exportado derivado de un aumento (retroceso) de la cantidad exportada por cada empresa a cada país.

La recuperación de las exportaciones entre 2010 y 2013 se ha apoyado en la diversificación hacia los mercados emergentes (véase gráfico 3), cuyo crecimiento potencial es más elevado que el de regiones más maduras como la UEM. Las pymes han participado en este proceso de forma destacada, con una aportación al crecimiento total de las exportaciones españolas hacia los mercados emergentes que se ha situado, en promedio, cerca del 50 %, a través, sobre todo, de la ampliación del margen extensivo. Por su parte, el comportamiento del margen intensivo de las pymes ha sido más volátil, con una incidencia minoritaria en los dos últimos años de la muestra.



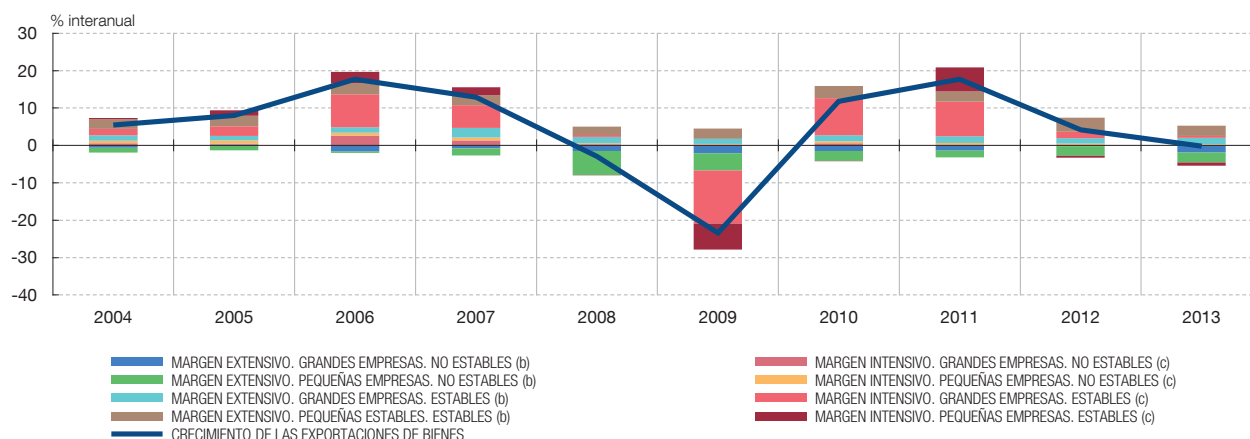
FUENTE: Banco de España, a partir de las estadísticas de Balanza de Pagos, Central de Balances y Registro Mercantil.

- a El tamaño de la empresa se define según el número de empleados. De este modo, se clasifican como microempresas las que cuentan con menos de 10 empleados, como pequeñas empresas las que tienen entre 10 y 49 empleados, y como medianas y grandes empresas, respectivamente, aquellas que cuentan con entre 50 y 249 empleados y 250 empleados o más. Se han excluido las empresas de las cuales no se dispone de información relativa al tamaño.
- b Se consideran las empresas que declaran operaciones de bienes a Balanza de Pagos por importe superior a 12.500 euros en el periodo 2002-2007 y por encima de 50.000 a partir de 2008, quedando excluido este año debido a la distorsión que crea en los resultados la elevación del umbral.
- c Calculado como el cociente (entre exportadoras) $\text{Empresas nuevas}_n / (\text{Empresas nuevas}_n + \text{Empresas existentes}_{n-1})$.
- d Calculado como el cociente (entre exportadoras) $\text{Empresas salientes}_n / (\text{Empresas salientes}_n + \text{Empresas existentes}_{n-1})$.

MARGEN EXTENSIVO E INTENSIVO DE LAS PYMES Y GRANDES EMPRESAS ESTABLES VERSUS NO ESTABLES Período 2004-2013

GRÁFICO 5

CONTRIBUCIÓN A LA VARIACIÓN DE LAS EXPORTACIONES (a)



FUENTE: Banco de España, a partir de las estadísticas de Balanza de Pagos, Central de Balances Anual y Registro Mercantil.

- a Se calculan los márgenes para aquellas empresas cuyo tamaño es conocido. Las grandes empresas incluyen aquellas con 250 trabajadores o más. Se considera una empresa estable aquella que ha exportado ininterrumpidamente durante cuatro años seguidos.
- b El margen extensivo se define como la contribución al incremento (descenso) en el valor exportado derivado de un aumento (retroceso) del número de países a los que una empresa exporta, o las relaciones comerciales «empresa-país-destino».
- c El margen intensivo se define como la contribución al incremento (descenso) en el valor exportado derivado de un aumento (retroceso) de la cantidad exportada por cada empresa a cada país.

Para analizar la evolución de los márgenes de exportación resulta de especial interés el estudio de los patrones de entrada y salida en los mercados exteriores. Las pymes explican la mayor parte de la dinámica del margen extensivo, debido a su elevada rotación [en línea con la evidencia internacional; véase Berthou y Vicard (2015)], con unas ratios de entrada y salida en los mercados exteriores más elevadas que las de las grandes empresas (véase gráfico 4). La crisis del comercio mundial de 2008 supuso un abrupto repunte de la

Empresas que empiezan a exportar en 2001	2002	2006	2009	2013
Total (b)	49,8	17,9	7,1	4,0
Microempresas	46,3	12,7	3,6	1,3
Pequeñas empresas	50,2	16,7	5,4	2,8
Medianas empresas	59,7	28,1	14,8	8,8
Pymes	53,4	15,0	3,2	0,9
Grandes empresas	60,2	31,3	25,8	16,4
Empresas que empiezan a exportar en 2009	2010	2011	2012	2013
Total (b)	41,7	27,2	20,1	16,0
Microempresas	36,1	21,4	14,9	11,5
Pequeñas empresas	43,7	28,7	21,7	17,9
Medianas empresas	54,6	41,3	33,0	28,4
Pymes	46,2	27,8	17,8	7,2
Grandes empresas	52,4	38,9	29,4	26,2

FUENTE: Banco de España, a partir de las estadísticas de Balanza de Pagos.

- a Se analiza la evolución de las empresas que inician su actividad exportadora de bienes en el año 2001 y que continúan dicha actividad durante el período 2002-2013 de manera ininterrumpida. Se debe tener en cuenta que en el año 2008 tuvo lugar la elevación del umbral de simplificación de declaración por transacción-país hasta 50.000 euros.
- b El tamaño de la empresa se define según el número de empleados. De este modo, se clasifican como microempresas las que cuentan con menos de 10 empleados, como pequeñas empresas las que tienen entre 10 y 49 empleados, y como medianas y grandes empresas, respectivamente, las que cuentan con entre 50 y 249 empleados y con 250 empleados o más. Se han excluido las empresas para las cuales no hay información relativa al tamaño.

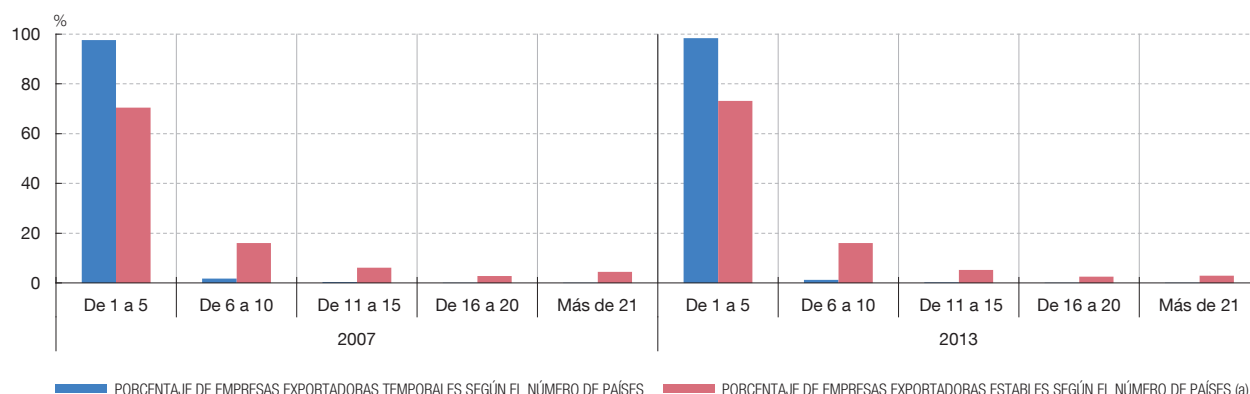
ratio de salida de la exportación de las pymes, acompañada por una fuerte caída de la de entrada. A partir de 2010, se ha revertido claramente este deterioro, lo que ha permitido un incremento de las pymes que exportan de forma estable.

La supervivencia de las pymes en la actividad exportadora es, con todo, sensiblemente más reducida que la de las grandes empresas y está correlacionada positivamente con el tamaño de la compañía (véase cuadro 1). En este sentido, las pymes continúan mostrando ciertas dificultades para consolidarse en el ámbito internacional [véase De Lucio y Fuentes (2006)]. La evidencia empírica encuentra que las exportadoras estables tienden a ser empresas de mayor tamaño y eficiencia —aproximada por la productividad aparente del trabajo y la realización de actividades de I + D— que las no estables [véase Galán Lucha y Martín Machuca (2012)].

La mejora de las tasas de supervivencia de las pymes en su actividad exportadora constituiría una palanca esencial para elevar el margen intensivo, ya que, como se aprecia en el gráfico 4, las compañías exportadoras estables explican la mayor parte de este, debido, en buena medida, a que su grado de diversificación geográfica es mayor (véase gráfico 6). De hecho, el aumento de las exportaciones extracomunitarias de los últimos años se ha debido básicamente a este tipo de empresas (véase gráfico 7). La economía española todavía presenta un elevado potencial para profundizar en la diversificación geográfica, ya que, en 2013, alrededor de dos tercios de las empresas solo exportaba a un país, y solo el 15 % exportaba a más de cinco. Sin embargo, este último grupo de empresas, que aglutina, entre otras, a las grandes firmas multinacionales, acumula cerca del 90 % de las ventas totales [véase De Lucio *et al.* (2014)].

Los datos agregados del ICEX señalan un incremento de pymes exportadoras estables que dirigen sus ventas a mercados extracomunitarios; en particular, a Latinoamérica, África

DIVERSIFICACIÓN GEOGRÁFICA
Número de países de destino de las exportaciones



FUENTE: Banco de España.

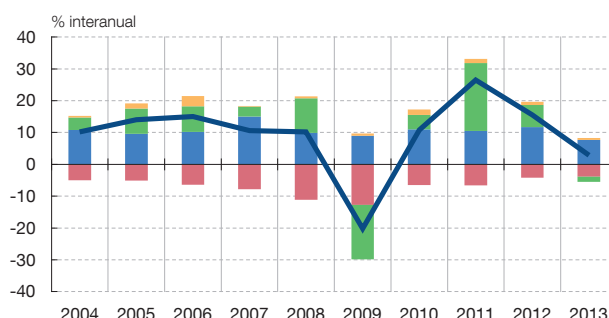
a Se considera empresa estable aquella que ha exportado durante cuatro años seguidos ininterrumpidamente.

MARGEN EXTENSIVO E INTENSIVO DE LAS EMPRESAS ESTABLES Y NO ESTABLES SEGÚN DESTINO:
CONTRIBUCIÓN A LA VARIACIÓN DE LAS EXPORTACIONES (a)
Período 2004 -2013

1 UE-28



2 EXTRA UE-28



■ MARGEN EXTENSIVO. EMPRESAS ESTABLES (b) ■ MARGEN EXTENSIVO. EMPRESAS NO ESTABLES (b) ■ MARGEN INTENSIVO. EMPRESAS ESTABLES (c)
■ MARGEN INTENSIVO. EMPRESAS NO ESTABLES (c) — CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES DE BIENES

FUENTE: Banco de España, a partir de las estadísticas de Balanza de Pagos, Central de Balances Anual y Registro Mercantil.

- a Se considera una empresa estable aquella que ha exportado durante cuatro años seguidos ininterrumpidamente.
b El margen extensivo se define como la contribución al incremento (descenso) en el valor exportado derivado de un aumento (retroceso) del número de países a los que una empresa exporta, o las relaciones comerciales «empresa-país destino».
c El margen intensivo se define como la contribución al incremento (descenso) en el valor exportado derivado de un aumento (retroceso) de la cantidad exportada por cada empresa a cada país.

(con un comportamiento destacado de Marruecos) y Asia (especialmente, China). Esta evidencia es indicativa, por tanto, de que la diversificación de las pymes sería, al menos en parte, de carácter estructural, y no solo una respuesta transitoria al menor dinamismo de la economía de la UE, que, con todo, sigue constituyendo el principal mercado de exportación para el conjunto de las empresas españolas.

Factores determinantes de la decisión de exportar de las pymes

Como se ha señalado, las pymes han contribuido al crecimiento de las exportaciones acumulado desde 2010 preferentemente a través de la ampliación del margen extensivo y de la diversificación geográfica de las ventas al exterior. Una vez identificados estos canales, cabe preguntarse por sus factores determinantes. Para ello se realiza, en primer lugar, un análisis econométrico de la probabilidad de exportar y, posteriormente, para el grupo

de pymes que exportan, se estudian las posibilidades de que sus ventas se dirijan hacia mercados desarrollados o emergentes.

La literatura empírica señala que las empresas exportadoras son más grandes y más eficientes que las que no exportan [véase Helpman (2006)]. Además, las empresas de mayor tamaño suelen acceder a fuentes de financiación más diversificadas, con mejores condiciones para afrontar los costes que conllevan la penetración de nuevos mercados y el mantenimiento de un flujo estable de ventas al exterior. Con todo, tal y como se ha señalado anteriormente, las pymes españolas han aumentado sensiblemente sus exportaciones en los últimos años. En las estimaciones de este trabajo —que emplean modelos Probit—, se incluyen variables que aproximan estas características de los exportadores.

De acuerdo con los resultados obtenidos (véase la regresión 1 del cuadro 2)⁷, las pymes con presencia de capital extranjero en su estructura o que realizan inversiones directas en el exterior son la que tienen una mayor probabilidad de exportar. Las ventajas que presentan estas empresas están ligadas, entre otros factores, a la existencia de economías de escala en la producción, de ventajas organizativas e institucionales y de un mejor conocimiento de los mercados exteriores. Adicionalmente, este tipo de empresas suele participar con mayor intensidad en las cadenas internacionales de valor. La antigüedad (conforme una empresa se consolida tiene más probabilidades de aumentar su tamaño y de expandir su actividad al extranjero), el tamaño y la eficiencia de la empresa —aproximada por la productividad aparente del trabajo y la pertenencia de la pyme a sectores de intensidad tecnológica alta y media-alta— también elevan la probabilidad de exportar, en línea con la evidencia encontrada por otros autores [véase Mainer (2014)].

Respecto a la situación financiera de las pymes, la evidencia apunta a que, a partir de un determinado umbral⁸, el grado de endeudamiento afecta negativamente a la probabilidad de exportar, ya que mayores cotas de endeudamiento pueden restringir la capacidad de la empresa para asumir los costes de entrada y los riesgos que conlleva la penetración en mercados exteriores.

En cuanto al impacto de los costes laborales, las estimaciones muestran un efecto negativo. Los datos agregados apuntarían que el ajuste salarial habría redundado positivamente sobre las ventas al exterior, a pesar de que la contención salarial no se ha trasladado plenamente a los precios de exportación [véase Fernández (2014)]. Por otro lado, las pymes con tasas de temporalidad en el empleo más elevadas tienen una menor propensión a exportar. En este sentido, aunque la temporalidad contribuye a flexibilizar los ajustes de mano de obra y puede reducir los costes laborales, una elevada tasa de temporalidad puede incidir negativamente en los niveles de eficiencia y productividad, con el consiguiente efecto adverso sobre la capacidad competitiva y exportadora de la empresa.

La debilidad de la demanda nacional durante la última crisis también ha contribuido a elevar la probabilidad de exportar por parte de las pymes. Este resultado está en línea con la evidencia disponible a nivel agregado, que resalta la atonía del consumo privado como un factor relevante del aumento de las exportaciones durante el último período recesivo

7 Los coeficientes del cuadro 2 son el impacto marginal que tiene el aumento de una unidad de cada variable independiente sobre la probabilidad de exportar. Así, por ejemplo, el coeficiente del tamaño en la regresión 1 debería interpretarse como que un aumento del 1 % en el número de trabajadores de la empresa elevaría en un 0,1 % la probabilidad de exportar.

8 Para estimar si el endeudamiento condiciona negativamente la probabilidad de exportar a partir de cierto nivel, se incluye en la especificación econométrica el endeudamiento al cuadrado.

	Probabilidad de exportar (1)	Probabilidad de que la empresa pyme exporte a un país desarrollado (2)
Empleo	0,001*** (7,57E-06)	
Años de antigüedad	0,001*** (0,000)	-0,001*** (0,000)
Recibe inversión extranjera directa (IED)	0,054*** (0,003)	-0,019 (0,020)
Realiza IED	0,067*** (0,003)	-0,047*** (0,014)
Salario medio	-3,57E-05*** (0,000)	0,000 (0,000)
Ratio endeudamiento	0,001*** (0,000)	-0,001*** (0,000)
Ratio endeudamiento ²	-6,24E-06*** (1,94E-07)	1,08E-05*** (2,04E-06)
Productividad	0,0002*** (0,000)	0,000 (0,000)
Ratio trabajadores temporales	-0,010*** (0,001)	0,10*** (0,009)
Dummy sectores media y alta tecnología	0,0397*** (0,001)	-0,081*** (0,004)
Crisis (c)	0,006*** (0,000)	0,014*** (0,001)
Experiencia internacional (d)		-0,01*** (0,000)
Función de verosimilitud	50.017,4	1.368,4
Número de observaciones	1.622.724	65.863

FUENTE: Banco de España.

a Se reportan los efectos marginales medios. Errores estándar entre paréntesis. Los signos *, ** y *** denotan significatividad estadística al 10 %, 5 % y 1 %, respectivamente. En la regresión 2 se aplica el procedimiento en dos etapas de Heckman para controlar por sesgo de selección.

b Las variables de carácter microeconómico están retardadas para controlar por endogeneidad.

c Evolución de la demanda nacional durante el período de crisis. En 2008 y 2009 se incluye una *dummy*, con la finalidad de captar el impacto del colapso del comercio mundial y de la elevación del umbral de declaración en el primer año.

d Número de países a los que la empresa ha exportado en t-1.

[véase García y Prades (2015)]. Las limitaciones relativas a la disponibilidad de datos que cubran el período más reciente no permiten investigar si la recuperación actual de la demanda doméstica está incidiendo negativamente en el proceso de internacionalización de las pymes exportadoras⁹. Sin embargo, según la evidencia agregada para el conjunto de la UEM, resulta previsible que, en todo caso, la recuperación de la demanda interna no tenga un impacto negativo sobre la base exportadora cuya magnitud compense su ampliación durante la crisis, ya que, una vez que las empresas empiezan a vender en el extranjero, tienen incentivos para mantenerse en los mercados internacionales, debido a los costes fijos significativos que implica el inicio de la actividad exportadora [véase Bobeica *et al.* (2015)].

9 La base de datos elaborada por el Banco de España finaliza en 2013. La actualización de las funciones de exportación de bienes arroja que la demanda doméstica durante la crisis contribuyó de forma moderada, pero positiva, al aumento de las exportaciones desde 2009 hasta 2013. En 2014, año para el que se carece de datos de carácter microeconómico, el cambio de ciclo de la demanda interna se ha traducido en una aportación cada vez menor de este componente [véase García y Prades (2015)].

En España, la ampliación en 2014 del número de exportadores estables, incluidas las pymes, que muestran los datos del ICEX, apuntaría en esta dirección.

Cuando se considera la decisión entre exportar a países desarrollados o emergentes (véase regresión 2 del cuadro 2), se aprecia que las empresas con una actividad exportadora previa (recogida en la variable Experiencia internacional) y que realizan inversiones directas en el exterior son más proclives a penetrar en los mercados emergentes. Esto podría reflejar, por un lado, que las empresas profundizan gradualmente su diversificación geográfica; y, por otro, que la IED realizada en los mercados emergentes no implica una sustitución de exportaciones.

Conclusiones

Las pymes españolas han contribuido al crecimiento de las exportaciones españolas desde 2010 a través de la ampliación de la base exportadora y han impulsado la diversificación geográfica hacia los mercados extracomunitarios —en particular, aquellos localizados en economías emergentes—, con perspectivas de crecimiento a largo plazo más elevadas que la UEM. Ambos factores favorecen la capacidad de crecimiento potencial de las exportaciones españolas, sobre todo si tiene lugar una mejoría de la capacidad de supervivencia de las pymes en la actividad exportadora.

Las estimaciones presentadas en este artículo subrayan el impacto positivo sobre la probabilidad de exportar de las pymes y su diversificación hacia los mercados emergentes procedente de la internacionalización a través de la inversión extranjera directa (IED), tanto pasiva como activa, ya que, entre otros factores, la participación de capital extranjero eleva la eficiencia de la empresa y la adquisición de empresas en el exterior aumenta las economías de escala y reduce los costes de acceso a los mercados exteriores a través de la exportación. Adicionalmente, las empresas internacionalizadas mediante IED participan con mayor probabilidad en las cadenas internacionales de valor. Asimismo, también contribuyen positivamente a la probabilidad de exportar la productividad del trabajo, la pertenencia a sectores de intensidad tecnológica alta y una posición financiera relativamente saneada. Por lo que se refiere a la posición cíclica de la economía española, la evidencia disponible apuntaría a que el incremento de la base exportadora de las pymes durante la crisis no sería meramente transitorio, ya que se aprecia una prolongación de la tendencia positiva de la base exportadora regular en el período más reciente de recuperación económica. En todo caso, en un contexto de crecimiento de la demanda interna, la normalización de las condiciones de acceso a la financiación, el progresivo saneamiento de la situación patrimonial de las empresas y la continuación del proceso de contención de los costes laborales deberían facilitar la consolidación del reciente dinamismo de la actividad exportadora de las pymes españolas.

14.12.2015.

BIBLIOGRAFÍA

- BERTHOUS, A., y V. VICARD (2015). «Firms' Export Dynamics: Experience Versus Size», *The World Economy*, vol. 38, n.º 7.
- BOBEICA, E., P. S. ESTEVES, A. RUA y K. STAEHR (2015). «Exports and domestic demand pressure: a dynamic panel data model for the euro countries», *World Economic Review*, octubre.
- COMISIÓN EUROPEA (2014). «Drivers of SME Internationalisation: Implications for Firm Growth and Competitiveness», *Background Study for the European Competitiveness Report 2014*.
- DE LUCIO, F. J. J., y M. R. FUENTES (2006). «Demografía de la empresa española exportadora e importadora», *Boletín Económico de ICE*, n.º 2885, pp. 9-20.
- DE LUCIO, J., R. MÍNGUEZ, A. MIRONDO y F. REQUENA (2014). «Características de las empresas exportadoras de bienes», *Información Comercial Española*, n.º 877, marzo-abril.
- FERNÁNDEZ, M. J. (2014). «Spain's internal devaluation and export growth», *Spanish economic and financial outlook*, octubre, FUNCAS.
- GALÁN LUCHA, E., y C. MARTÍN MACHUCA (2012). «La estabilidad de las relaciones comerciales de las empresas exportadoras españolas: un análisis microeconómico de sus determinantes», *Boletín Económico*, abril, Banco de España.

- GARCÍA, C., y E. PRADES (2015). «Actualización de la función de las exportaciones españolas de bienes», *Boletín Económico*, abril, Banco de España.
- HELPMAN, E. (2006). «Trade, FDI, and the Organizations of Firms», *Journal of Economic Literature*, vol. XLIV, septiembre.
- MAINER, C. (2014). «La decisión de exportar y/o realizar inversión directa en las PYME», *Información Comercial Española*, n.º 877, marzo-abril.
- MÁÑEZ, J., y J. A. SANCHÍS (2014). «Presente y futuro de las exportaciones de las PYME manufactureras españolas», *Información Comercial Española*, n.º 877, marzo-abril.
- MARTÍN MACHUCA, C., A. RODRÍGUEZ y P. TELLO (2009). «Determinantes principales de la decisión de exportar de las empresas españolas», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.

COMPNET: UNA NUEVA BASE DE DATOS MICROECONÓMICOS PARA EVALUAR LA COMPETITIVIDAD EUROPEA

Este artículo ha sido elaborado por Aitor Lacuesta, José Manuel Montero y Enrique Moral Benito, de la Dirección General de Economía y Estadística.

Introducción

La utilización de datos microeconómicos permite realizar análisis detallados de numerosos fenómenos económicos. El paradigma del agente representativo, y su correspondencia empírica en forma de variables agregadas, es útil en ciertos contextos, pero suele llevar a ignorar información relevante en situaciones en las que existe una elevada heterogeneidad individual. La literatura económica ha estudiado la importancia de la dispersión en las características individuales de las empresas en el ámbito de la productividad, las exportaciones y el grado de competencia en los mercados de productos, entre otros. Por ejemplo, en el caso concreto de la productividad, existen grandes diferencias entre empresas dentro de un mismo sector, que, además, suelen presentar una elevada persistencia¹. Esto implica que la evolución de la productividad agregada depende no solo del comportamiento de esta variable dentro de cada unidad empresarial, sino también de cómo se reasignan los factores productivos entre compañías, así como de la distribución de productividades y del peso relativo de las distintas empresas².

El estudio de fenómenos agregados desde la perspectiva microeconómica constituye una de las piedras angulares de la Red de Investigación de la Competitividad (*Competitiveness Research Network* —CompNet, en su denominación original en inglés—)³, creada en marzo de 2012 con la participación del BCE, un numeroso grupo de bancos centrales nacionales de la Unión Europea y otros organismos e investigadores interesados en estas cuestiones⁴. En particular, uno de los principales rasgos distintivos de esta red de investigación es la adopción de un enfoque amplio a la hora de analizar la competitividad, que engloba los ámbitos macroeconómico y microeconómico (a nivel de empresa), así como las posibles interrelaciones entre países.

CompNet se organizó en torno a tres grupos de trabajo. Un primer grupo se dedicó al análisis y refinamiento de los indicadores agregados de competitividad, con especial atención a aquellos factores diferentes del precio. Otro grupo se concentró en la construcción de una base de datos con indicadores sectoriales que recogen diferentes dimensiones de la heterogeneidad entre empresas dentro de cada sector de actividad. Un último grupo se dedicó al estudio de la globalización de los procesos productivos, dentro de lo que se conoce como «cadenas globales de valor». Esta figura está ganando especial relevancia a la hora de entender los flujos comerciales internacionales, la transmisión de perturbaciones económicas entre países y las transferencias de tecnología.

En este artículo se presenta la nueva base de datos desarrollada por el segundo grupo de trabajo de CompNet a partir de variables a nivel de empresa para un conjunto de economías europeas. En la segunda sección del trabajo se describe la metodología empleada en la

1 Véanse, *inter alia*, Bartelsman y Doms (2000) o Bartelsman *et al.* (2004).

2 Para el caso de España, García-Santana *et al.* (2015) y el capítulo 3 de Banco de España (2015) indican que la productividad total de los factores en el período 1995-2007 hubiera crecido un 0,8 % anual en vez de un -0,7 % si durante ese período los recursos productivos (capital y trabajo) no se hubieran concentrado en empresas de escasa productividad.

3 Véase https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-research/research-networks/html/researcher_compnet.en.html para más detalles de la red.

4 Véase el listado de participantes en el enlace de la nota número 3.

construcción de la base de datos. En la sección tercera se muestran dos ejemplos de cuestiones que se pueden analizar con ella. La última sección recoge varios comentarios finales.

Una nueva base de datos empresariales

La nueva base de datos elaborada por CompNet está formada por un conjunto de estadísticos, a nivel de rama productiva, contruidos a partir de datos empresariales pertenecientes a los bancos centrales e institutos de estadística participantes en CompNet⁵. Estos datos se elaboraron según el enfoque de microdatos agregados (*distributed micro data*) —diseñado por Bartelsman *et al.* (2004)—, con el objetivo de armonizar la definición de variables, los procedimientos de muestreo y estimación, y la cobertura de sectores. Concretamente, la base de datos presenta información acerca de:

- 1 Producción y asignación de recursos —en términos de factores productivos y ventas—, que engloba variables como la productividad aparente del trabajo, la productividad total de los factores y la dispersión en las productividades marginales de los factores (como medida del grado de eficiencia de la asignación de recursos; véase la sección dedicada a un indicador de la eficiencia en la asignación de recursos).
- 2 Indicadores financieros, como, por ejemplo, los relativos al nivel de inversión, la estructura financiera y el rendimiento de los activos de las empresas, así como algunos índices que reflejan posibles restricciones de crédito.
- 3 Indicadores de comercio exterior, tales como la proporción de empresas exportadoras y el valor de sus ventas al exterior, y el grado de persistencia de la decisión de exportar.
- 4 Indicadores de estructura de los mercados de bienes y servicios, entre los que se encuentran los márgenes precio-coste y ciertas medidas de concentración y cuota de mercado.
- 5 Indicadores de crecimiento de las empresas, que muestran la probabilidad de que una empresa con un nivel de empleo y productividad determinado crezca o decrezca a lo largo del año.

Si bien la base de datos no ofrece un nivel de desagregación a nivel de empresa, sí recoge información referente a los anteriores campos en términos de medias, medidas de dispersión (varianzas, rangos intercuartílicos) y otros momentos de la distribución estadística de las empresas (percentiles). Los datos tienen periodicidad anual y se presentan agregados a nivel sectorial (56 sectores —incluyendo industria y servicios—, definidos a un nivel de dos dígitos según la CNAE) y nacional (17 países), así como por diferentes tamaños de empresa, a lo largo del período 1995-2012⁶. Una importante ventaja de esta base de datos radica, por tanto, en poner a disposición de los analistas información muy desagregada de diferentes fuentes estadísticas, muchas de ellas confidenciales, que además ha sido convenientemente tratada con el objetivo de aumentar su homogeneidad entre países. Por ejemplo, para salvar ciertas limitaciones que se derivan de la multiplicidad de fuentes, CompNet proporciona también el mismo conjunto de estadísticos para una

5 Los datos se refieren a empresas no financieras del sector privado, excluyendo a empresarios individuales. Se puede acceder a la base de datos a partir del siguiente enlace: https://www.ecb.europa.eu/home/pdf/research/compnet/data_governance_rules.pdf?6cb15987ec93b0918810cf25bc23968a.

6 Nótese que la cobertura temporal varía entre países, siendo 1995-2012 la máxima cobertura disponible solo para algunos países.

País	Tipo de fuente	Nombre de la fuente	Cobertura en relación con información de la OCDE (a)		Períodos y sectores cubiertos por las muestras de CompNet	
			N.º medio de empresas por año (%)	Total empleo (%)	Período	Sectores excluidos (desviaciones por defecto)
Austria	Múltiples fuentes	Recopilación de balances empresariales en el banco central (incluido Registro Mercantil)	1	29	2000-2012	12, 50, 53, 60, 75, 80
Bélgica	Registros oficiales	Datos oficiales Central de Balances, Datos transacciones internacionales, Declaraciones del IVA	31	76	1996-2010	—
Croacia	Registros oficiales	Registro anual estados financieros	32	36	2002-2012	12
Estonia	Estadísticas comercio internacional	Estadísticas comercio internacional	73	95	1995-2012	12
	Registro Mercantil	Registro Mercantil				
Fianlandia	Registros oficiales	Estadística estructura empresarial	48	96	1999-2012	12, 68
Francia	Registros oficiales	Formularios fiscales (FIBEN)	73	88	2001-2012	12
Alemania	Múltiples fuentes	Datos estados financieros	3	41	1997-2012	12, 55, 56, 68, 75, 77, 78, 79, 80, 81, 82
Hungría	Registros oficiales y datos de comercio	Panel NAV, Datos aduanas, INTRASTAT	44	88	2003-2012	12
Italia	Múltiples fuentes	Registro estadístico mercantil (ASIA) de grupos empresariales y eventos corporativos, estados financieros, encuesta a grandes empresas, datos comercio internacional	10	53	2001-2012	—
Lituania	Estadísticas estructura empresarial	Estadística estructura empresarial	27	43	2000-2011	12
	Estadísticas comercio exterior	Estadísticas comercio internacional				
Malta	Oficina Nacional Estadísticas	Estadística estructura empresarial	—	—	2003-2011	12, 13, 15, 24, 29, 30, 45, 46, 47, 49, 50, 51, 52, 53, 63, 68, 75
Polonia	Registros oficiales	Formularios F-01 y F-02	77	80	2005-2012	75
Portugal	Múltiples fuentes	Información empresarial simplificada	30	80	2006-2012	—
Rumanía	Estados contables de pérdidas y ganancias	Ministerio de Finanzas Públicas	70	47	2003-2012	53
	Datos importaciones y exportaciones	Instituto Nacional de Estadística				
Eslovaquia	Múltiples fuentes	Informe producción industrial	91	95	2001-2011	12, 50, 51, 53, 59, 60, 65
		Estadísticas comercio internacional				
		Registro Mercantil				
Eslovenia	Registros oficiales	Informes anuales empresas eslovenas	31	85	1995-2012	12
España	Encuestas	Central de Balances (CBA)	19	47	1995-2012	—
	Registros oficiales	Contabilidades anuales empresariales depositadas en Registro Mercantil (CBB-RM)				
	Datos importaciones y exportaciones	Balanza de Pagos				

FUENTE: Competitiveness Research Network.

a Porcentaje de información cubierta con respecto a un conjunto armonizado de empresas entre los países incluidos según la OCDE para el período entre 2004 y 2007, incluyendo Portugal solo entre 2006 y 2007. Las empresas contempladas son de al menos un empleado, salvo en los casos de Francia, Polonia y Eslovaquia, para los que son de al menos 20 empleados. Esta información se recopila en las Estadísticas de Estructura Empresarial de la OCDE.

submuestra de empresas de más de 20 trabajadores (denominada «muestra 20+»), a la que se le aplican, además, pesos poblacionales para elevar sus resultados al conjunto de la población de empresas (véase cuadro 1).

El gran alcance del proyecto requiere, no obstante, ciertas consideraciones a la hora de hacer un correcto uso de la base de datos⁷. En concreto, como detallan López-García *et al.* (2015), la comparativa internacional de los diferentes indicadores en niveles debe realizarse con especial cautela, dado que persisten algunas deficiencias en términos de definición de variables y de composición de la muestra de empresas —con una cierta sobre-representación de empresas grandes en algunos casos— que dificultan dicha comparativa. Ello provoca que, por el momento, sean más aconsejables los análisis de tendencias de variables o de comportamientos diferenciales de empresas y de sectores dentro de un mismo país.

Ejemplos prácticos del uso de la base de datos

A continuación se presentan dos ejemplos que ilustran los posibles usos de la base de datos de CompNet. El primero de estos casos prácticos se centra en la evolución de la dispersión del producto marginal del capital de las empresas entre países, como una medida del grado de eficiencia en la asignación de los recursos productivos en una economía. Seguidamente, se analiza la prima de exportación de las empresas en términos de los márgenes empresariales, definida como el diferencial entre el margen precio-coste (MPC) de las empresas exportadoras y de las no exportadoras.

UN INDICADOR DE LA EFICIENCIA EN LA ASIGNACIÓN DE RECURSOS

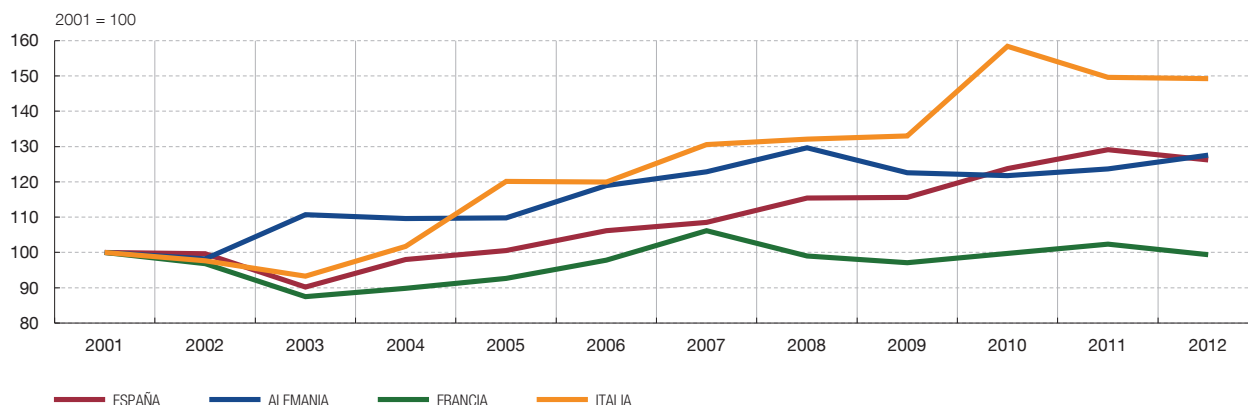
Las diferencias en el PIB per cápita entre países pueden explicarse en buena medida por diferencias en la productividad total de los factores (PTF). De hecho, esta última variable es habitualmente considerada como la única fuente genuina de crecimiento económico en el largo plazo. Por lo tanto, entender los factores que determinan la evolución de la PTF es fundamental como paso previo para plantear políticas económicas que puedan elevar el crecimiento potencial de las economías.

La explicación tradicional acerca de las diferencias en productividad entre países se basa en la noción de una empresa representativa que adopta diferentes tecnologías según el país en el que opere. Por ejemplo, Howitt (2000) muestra que la existencia de grandes diferencias en la PTF entre países puede entenderse como el resultado natural en un contexto en el que los avances tecnológicos se transmiten solo de manera gradual de unos países a otros. Sin embargo, existe una rama reciente de la literatura económica que pone el énfasis en la inadecuada asignación de recursos entre empresas heterogéneas como una posible causa de la presencia de diferencias notables en la PTF entre distintas economías.

En un influyente artículo, Hsieh y Klenow (2009) utilizan la dispersión del producto marginal del capital (y del trabajo) de las empresas como una medida de asignación ineficiente de recursos. El argumento se puede entender intuitivamente considerando dos empresas que utilizan exactamente la misma tecnología, pero con la diferencia de que una de ellas, por circunstancias exógenas, goza de un subsidio en el acceso al crédito. En este caso, esta última empresa se beneficia de un tipo de interés menor que su competidor, con lo que invertirá más de lo que justificarían las razones meramente tecnológicas⁸. Esta situación de «sobreinversión» genera una asignación ineficiente de recursos, en el sentido de que la producción agregada sería mayor si el capital se reasignase desde la empresa que paga un menor tipo de interés hacia el otro competidor. Concretamente, la producción es máxima cuando ambas empresas, tecnológicamente idénticas, invierten igual y, por consiguiente, presentan productos marginales idénticos.

7 Para más información acerca de la base de datos, véase el informe explicativo en el siguiente enlace: https://www.ecb.europa.eu/home/pdf/research/compnet/Initial_Quality_Report_of_the_CompNet_WS2_data_-_2014.pdf?414d066c44d0288040c5ef0344598305.

8 Esto es así bajo el supuesto habitual de productividades marginales decrecientes de los factores productivos.



FUENTES: *Competitiveness Research Network* y Banco de España.

En el contexto de este ejemplo, por tanto, la dispersión de productos marginales representa la magnitud de las distorsiones en los precios de los factores productivos ajenas a cuestiones tecnológicas. Hsieh y Klenow (2009) muestran que este tipo de distorsiones sobre el coste del capital es relevante y, en particular, puede justificar una gran fracción de las diferencias productivas entre China, la India y Estados Unidos.

Como se ha señalado anteriormente, la base de datos de CompNet permite explorar la evolución temporal de esta métrica del grado de ineficiencia en la asignación de los recursos, puesto que contiene información sobre la dispersión de los productos marginales del capital de todas las empresas pertenecientes a cada sector de actividad según la clasificación de la CNAE a dos dígitos. El gráfico 1 muestra la evolución de la dispersión de productos marginales del capital entre los años 2001 y 2012 en Alemania, España, Francia e Italia⁹. Como se puede observar, dicha dispersión ha aumentado en todos los países, excepto en Francia. Es decir, la asignación de recursos, según esta medida, habría empeorado en estos países en el período considerado. Como se ha señalado anteriormente, una peor asignación de recursos entre empresas da lugar a una menor productividad de los factores a nivel agregado. Por lo tanto, el deterioro en la asignación de recursos entre empresas documentado en el gráfico 1 puede explicar, al menos en parte, las bajas tasas de crecimiento de la productividad observadas en la última década en las mayores economías del área del euro.

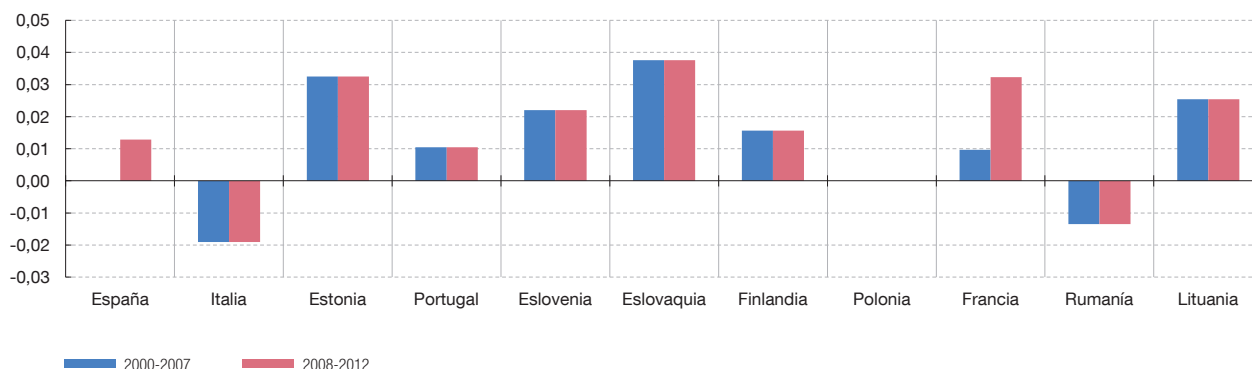
LA PRIMA DE EXPORTACIÓN

La base de microdatos de CompNet contiene numerosas variables que permiten analizar el grado de heterogeneidad en el comportamiento de empresas con diferentes características. En el caso concreto del ejemplo desarrollado a continuación, se emplean los datos del módulo de CompNet específico de márgenes empresariales para comparar las primas de márgenes entre empresas según su estatus exportador¹⁰. La literatura económica ha analizado diversos canales a través de los cuales la presencia en los mercados internacionales puede promover aumentos de la productividad de una empresa y, en consecuencia, reforzar su capacidad para fijar un mayor MPC¹¹. Uno de estos canales es el relacionado con el

9 Esta dispersión se ha calculado partiendo de la base de una tecnología de producción *Cobb-Douglas* y como una media ponderada de las dispersiones a nivel sectorial (CNAE a dos dígitos) utilizando como pesos la proporción del valor añadido de cada sector sobre el valor añadido total.

10 Véase Amador *et al.* (2015) para una descripción de los indicadores disponibles en términos de márgenes a través de CompNet.

11 En mercados con heterogeneidad de empresas, donde no existe competencia perfecta, se produce una correlación positiva entre productividad y márgenes empresariales [Melitz y Ottaviano (2008)].



FUENTE: *Competitiveness Research Network* y Banco de España.

a Coeficientes estadísticamente significativos al 5 %.

hecho de que solo aquellas empresas más productivas consiguen exportar, ya que esta actividad conlleva costes fijos elevados; otro, con la observación de que la exportación puede derivar en una adquisición de conocimientos que consigan mejorar la eficiencia empresarial [De Loecker (2007)].

La base de datos de CompNet dispone de medidas anuales por sector y por país de las diferencias de márgenes empresariales según el estatus exportador de las empresas. En este ejemplo, el análisis se centra en una medida tradicionalmente utilizada en la literatura: el MPC contable¹². El atractivo de esta métrica radica en que se puede computar directamente a partir de información del balance empresarial de una manera razonablemente homogénea entre países. Además, bajo ciertas condiciones, el MPC es una variable aproximativa del margen del precio sobre el coste marginal, que es la medida que teóricamente refleja mejor el poder de mercado de las empresas de un sector y, por tanto, el grado de competencia dentro de él. En concreto, el MPC se define de la siguiente manera:

$$\text{MPC} = \frac{\text{Ingresos por ventas} - \text{Costes variables}}{\text{Ingresos por ventas}}$$

donde los costes variables incluyen los gastos de personal y los consumos intermedios. Hay que tener en cuenta que, además de diferencias en el nivel de productividad entre las empresas exportadoras y las no exportadoras o el aprendizaje derivado de la actividad exportadora, el margen contable puede representar también discrepancias debidas a la distinta calidad de los productos que produce cada una de ellas. Por el contrario, las diferencias regulatorias que dificultan la competencia entre empresas dentro de un sector deberían afectar tanto a las empresas exportadoras como a las no exportadoras, por lo que este factor no tendría por qué afectar directamente a la prima de exportación.

En el gráfico 2 se presenta la prima media en términos de MPC que establecen las empresas exportadoras en dos submuestras temporales diferentes: en el período anterior a la crisis (2000-2007) y durante las fases más agudas de ese episodio (2008-2012). La prima media se estima a partir de una regresión con datos de panel microagregados a nivel de país, sector y

¹² Véanse, *inter alia*, Cowling y Waterson (1976) o Domowitz *et al.* (1988).

año, en la que se incluye una serie de variables indicativas del sector de actividad, el año y el país de origen de la observación¹³. La selección de los países incluidos en el gráfico se ha efectuado teniendo en cuenta la disponibilidad de datos para las variables consideradas y la posible existencia de sesgos en los mismos¹⁴.

Los resultados recogidos en el gráfico 2 muestran que prácticamente todas las primas por exportación son positivas (excepto en Italia, Polonia y Rumanía). Además, no parecen haberse visto afectadas, en términos de significatividad estadística, de forma notable por el período de crisis, salvo en los casos de España y Francia, donde, de hecho, se incrementaron. En cualquier caso, no parece que el diferencial de márgenes de las empresas exportadoras españolas sea muy elevado, lo que sería coherente con que, pese a disfrutar de unos niveles de eficiencia relativa mayores que las compañías no exportadoras, estas firmas no trasladan las ventajas derivadas de su estatus en los mercados internacionales a mayores márgenes en relación con lo que se observa en sus competidoras pertenecientes a otros países europeos. En este sentido, la evidencia internacional y sectorial proporcionada en la base de datos de CompNet puede ayudar a discernir, por ejemplo, si la reducida prima de exportación española se debe a que no hay grandes diferencias entre empresas exportadoras y no exportadoras o bien a que puede existir un menor componente de aprendizaje del proceso exportador derivado del tipo de producto que venden al exterior las empresas de nuestro país, aspectos cuyo análisis detallado excede el objetivo y el ámbito del presente artículo.

Conclusiones

La teoría económica subraya que el diferente comportamiento de individuos heterogéneos puede afectar de forma significativa a las variables macroeconómicas. Asimismo, la mayoría de políticas económicas tienden a focalizarse en subgrupos particulares de agentes y, normalmente, tienen efectos desiguales en diferentes personas y empresas. En este sentido, resulta cada vez más importante disponer de bases de datos que ofrezcan información desagregada al máximo nivel, para poder contrastar distintas hipótesis de manera más adecuada y realizar análisis del impacto macroeconómico de distintas políticas o perturbaciones, a partir de la agregación de los datos microeconómicos.

La nueva base de datos de CompNet que se describe en este artículo es un paso importante en esa dirección, en la medida en que provee información que hasta el momento era mayoritariamente confidencial, con un esfuerzo considerable a la hora de reforzar la coherencia interna de dicha información. Actualmente, los indicadores disponibles en esta base de datos son adecuados para comparar tendencias y medidas de desigualdad de las variables a nivel internacional, mientras que la utilización de los niveles de las distintas variables en la muestra, para las que el grado de comparabilidad entre países es en algunos casos limitado, exige algunas cautelas adicionales. A futuro, se debería asegurar la actualización continua de la base de datos, mejorando aún más la coherencia internacional de sus agregados y, en la medida de lo posible, eliminar las restricciones (algunas derivadas de problemas de confidencialidad) que, de momento, impiden que la base de datos actual se convierta realmente en una fuente de información a nivel de empresa.

14.12.2015.

13 El gráfico recoge las primas estimadas que son estadísticamente significativas a un nivel de significatividad del 5 %.

14 Por ejemplo, las muestras de Alemania o de Austria están muy sesgadas hacia empresas grandes por diferentes motivos [véase Amador *et al.* (2015)], por lo que se han excluido en todos los análisis.

BIBLIOGRAFÍA

- AGHION, P., N. BLOOM, R. BLUNDELL, R. GRIFFITH y P. HOWITT (2005). «Competition and innovation: An inverted-u relationship», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 120 (2), pp. 701-728.
- AMADOR, J., F. DI COMITE, C. FUSS, J. HAGEMER, J. M. MONTERO y A. SOARES (2015). *Price-cost margin dynamics and heterogeneity: Evidence from European firm-level data*, mimeo.
- BANCO DE ESPAÑA (2015). «Crecimiento y reasignación de recursos en la economía española», en *Informe Anual, 2014*, pp. 67-98.
- BARTELSMAN, E., y M. DOMS (2000). «Understanding Productivity: Lessons from Longitudinal Microdata», *Journal of Economic Literature*, 38 (3), pp. 569-594.
- BARTELSMAN, E., J. HALTIWANGER y S. SCARPETTA (2004). *Microeconomic Evidence of Creative Destruction in Industrial and Developing Countries*, Policy Research Working Paper Series 3464, The World Bank.
- CASELLI, F. (2005). «Accounting for Income Differences across Countries», en P. Aghion y S. Durlauf (eds.), *Handbook of Economic Growth*, vol. 1 A, Amsterdam, Elsevier, cap. 9.
- COWLING, K., y M. WATERSON (1976). «Price-Cost Margins and Market Structure», *Economica*, 43, pp. 267-274.
- DE LOECKER, J. (2007). «Do exports generate higher productivity? Evidence from Slovenia», *Journal of International Economics*, 73, pp. 69-98.
- DOMOWITZ, I., R. G. HUBBARD y B. C. PETERSEN (1988). «Market Structure and Cyclical Fluctuations in U.S. Manufacturing», *The Review of Economics and Statistics*, vol. 70 (1), pp. 55-66.
- GARCÍA-SANTANA, M., E. MORAL-BENITO, J. PIJOAN-MAS y R. RAMOS (2015). «Growing like Spain: 1995-2007», <http://goo.gl/tv4iMa>.
- HOWITT, P. (2000). «Endogenous Growth and Cross-Country Income Differences», *American Economic Review*, 90, pp. 829-846.
- HSIEH, C., y P. KLENOW (2009). «Misallocation and manufacturing TFP in China and India», *The Quarterly Journal of Economics*, 124 (4), pp. 1403-1448.
- LÓPEZ-GARCÍA, P., F. DI MAURO y MIEMBROS DE COMPNET (2015). *Assessing European competitiveness: the new CompNet microbased database*, ECB Working Paper, n.º 1764.
- MELITZ, M. (2003). «The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity», *Econometrica*, 71 (6), pp. 1695-1725.
- MELITZ, M., y G. OTTAVIANO (2008). «Market size, trade and Productivity», *Review of Economic Studies*, 75 (1), pp. 295-316.

Este artículo ha sido elaborado por Eduardo Orellana y Ana del Río, de la Dirección General de Economía y Estadística.

Introducción

En el conjunto de la eurozona, el sector bancario ha tenido tradicionalmente un papel muy destacado en la provisión de recursos financieros al sector privado. Esta característica constituye un rasgo distintivo frente a otras economías avanzadas, como las de Estados Unidos y Reino Unido, en las que los mercados de capital juegan un papel más relevante en la financiación de las empresas no financieras.

La función del sistema bancario como intermediario financiero está muy vinculada a su capacidad para aliviar los problemas de información asimétrica que son habituales entre prestamistas y prestatarios en las operaciones de crédito. La relación prolongada y personalizada de las entidades bancarias con su clientela les permite tener acceso a información muy relevante para la valoración de los riesgos y la elección y supervisión de los prestatarios. La dispersión de los inversores en los mercados, en cambio, hace que estas tareas sean más costosas e incluso inviables para los prestamistas.

El debate académico sobre la supremacía de un modelo con mayor protagonismo de los mercados de deuda frente a un sistema más bancarizado no es concluyente. Autores como Levine (2002) argumentan que no es la importancia de los mercados frente a los bancos lo que tiene una mayor influencia positiva sobre el crecimiento económico a largo plazo, sino el grado de desarrollo del sector financiero; particularmente, lo que concierne a sus marcos legales. No obstante, una de las lecciones de la crisis es que la economía de la zona del euro había adquirido un grado de dependencia del sector bancario muy elevado, que la situaba en una posición de gran vulnerabilidad. Langfield y Pagano (2015) consideran que el origen de esta fragilidad sería el elevado apalancamiento de los bancos y la prociclicidad en la oferta de crédito, que tiende a reaccionar de manera desproporcional a las variaciones en el nivel de actividad económica, particularmente cuando van acompañadas de fluctuaciones amplias en el precio de los activos. De hecho, la crisis desencadenó un largo e intenso proceso de desapalancamiento y de reequilibrio de los balances de la banca, en paralelo también a una profunda revisión del marco regulatorio a nivel global dirigida a lograr un sistema bancario más sólido y estable. Estos factores habrían incidido negativamente sobre la oferta de crédito durante estos años.

En estas circunstancias, las empresas no financieras de la eurozona comenzaron a cubrir sus necesidades de recursos externos de manera más intensa con la emisión de títulos de renta fija, mientras el crédito bancario se contraía. Esta sustitución de fuentes de financiación también se observó en otras economías avanzadas y tuvo lugar en un contexto de demanda de financiación débil, como consecuencia de la situación cíclica adversa, de la elevada incertidumbre económica y de los altos niveles de endeudamiento que el sector privado había acumulado en la etapa expansiva previa.

En este artículo se analiza el proceso de desintermediación que se ha producido en la financiación ajena de las empresas de la zona del euro durante la última crisis. El enfoque es a nivel agregado para el conjunto de las empresas no financieras, si bien cabe advertir que, en la práctica, los mercados de deuda corporativa no constituyen una vía de financiación

para todas estas compañías. En particular, las pymes dependen en gran medida de la disponibilidad del crédito bancario y de otras vías de financiación no bancaria que quedan fuera del ámbito de este artículo, como, por ejemplo, el arrendamiento financiero (o *leasing*, en inglés), el crédito comercial y otros canales informales.

El artículo se organiza de la siguiente manera. En el epígrafe segundo, se describe la evolución de las emisiones de empresas por países, calificación crediticia y tamaño de las emisiones, entre otras características. En el epígrafe tercero, se muestra el alcance del proceso de desintermediación en términos del peso adquirido por los valores de renta fija en la deuda total del sector, mientras que en el último epígrafe se analizan los factores que habrían impulsado la financiación a través de los mercados. El artículo concluye con unas breves conclusiones.

La evolución de las emisiones de renta fija de las empresas no financieras

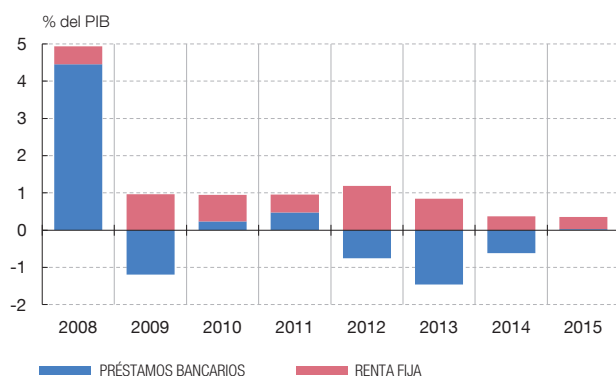
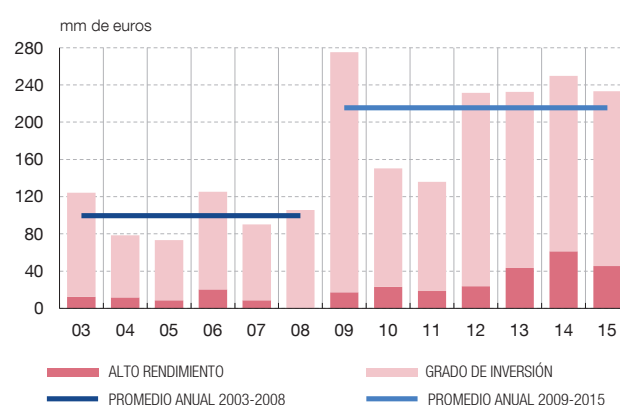
Desde 2009, las sociedades no financieras de la zona del euro han recurrido de una manera relativamente intensa a la emisión de bonos para cubrir sus necesidades de financiación, al tiempo que los préstamos bancarios se contraían (véase gráfico 1.1). Acumulando los últimos siete años, los recursos netos obtenidos a través de las operaciones de valores de renta fija superaron el 5 % del PIB. En ese mismo período, en cambio, las empresas realizaron amortizaciones netas de préstamos bancarios por un importe del 3,2 % del PIB.

Desde una perspectiva histórica amplia, las emisiones de deuda negociable en los últimos años también han sido relativamente elevadas. Como recoge el gráfico 1.2, para las colocaciones con un plazo de vencimiento superior al año, durante el período 2009-2015, el volumen de emisiones brutas ascendió a 219 mm de euros, en términos anuales medios, frente a 100 mm entre 2003 y 2008, lo que supone un incremento de más del 100 %. Tras el repunte transitorio registrado en 2009, cuando se captaron 275 mm de euros en los mercados de renta fija, las emisiones recobraron un vigor destacable a partir del año 2012, coincidiendo con la recaída de la actividad económica en la eurozona y las tensiones en los mercados de deuda soberana, sucesos ambos con un notable impacto sobre el sector bancario.

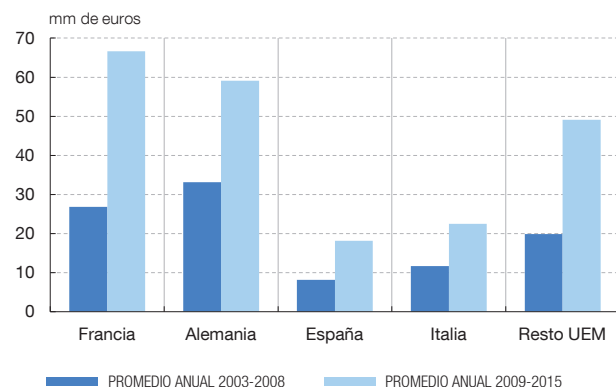
Como puede observarse en el mismo gráfico, la mayor parte de las emisiones corporativas tienen grado de inversión; esto es, una calificación crediticia BBB/Baa o superior. Los bonos de mayor riesgo —también denominados «de alto rendimiento»— dejaron de emitirse en 2008, durante los momentos más críticos de la crisis financiera internacional, si bien a partir de 2012 experimentaron un crecimiento muy intenso, pasando a representar en el período más reciente más del 20 % del total de las emisiones. Detrás de esta dinámica podrían encontrarse comportamientos de búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores en un entorno de bajos tipos de interés, así como el aumento del número de empresas emisoras con esta calificación, en un contexto en el que la crisis económica ha conllevado un deterioro notable de la calidad crediticia del sector.

Como se ilustra en el gráfico 1.3, el aumento de la financiación en los mercados ha tenido un carácter generalizado entre los países de la UEM. No obstante, la importancia de las emisiones no es homogénea, siendo los países con mayor tradición de financiación basada en instrumentos de mercado —como Francia— los que han experimentado un incremento mayor.

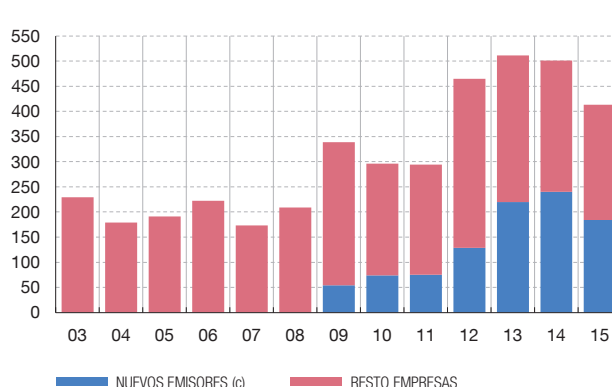
El desglose de las emisiones en función de su tamaño no revela cambios significativos durante estos años, salvo en 2009, año en el que el volumen individual de nuevas operaciones

1 PRÉSTAMOS BANCARIOS Y VALORES DE RENTA FIJA
Flujos netos (a)2 EMISIONES BRUTAS DE RENTA FIJA (b)
Desglose por calificación crediticia

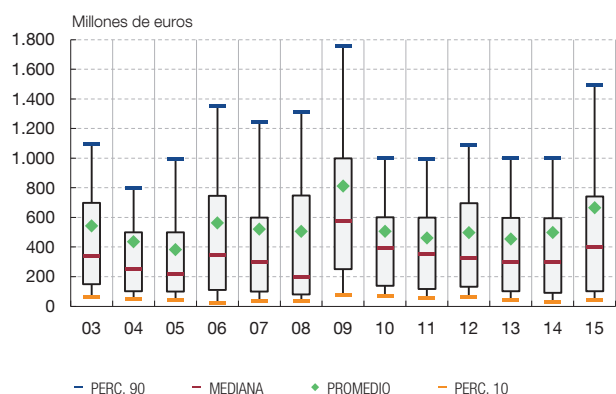
3 EMISIONES BRUTAS DE RENTA FIJA POR PAÍSES (b)



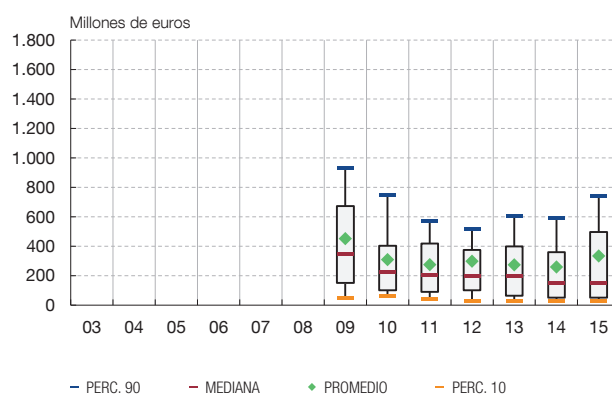
4 NÚMERO DE EMISIONES BRUTAS DE RENTA FIJA (b)



5 TAMAÑO DE LAS EMISIONES DE RENTA FIJA (d)



6 TAMAÑO DE LAS EMISIONES DE RENTA FIJA. NUEVOS EMISORES (c) (d)



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

- a Los préstamos bancarios están ajustados de titulización y transferencias.
b La información de 2015 se completa acumulando los meses anteriores a 2015 necesarios para completar un año.
c Se consideran como «nuevos emisores» las empresas que no han emitido entre 2003 y 2008.
d Los bordes inferior y superior del rectángulo se corresponden con el percentil 25 y 75, respectivamente.

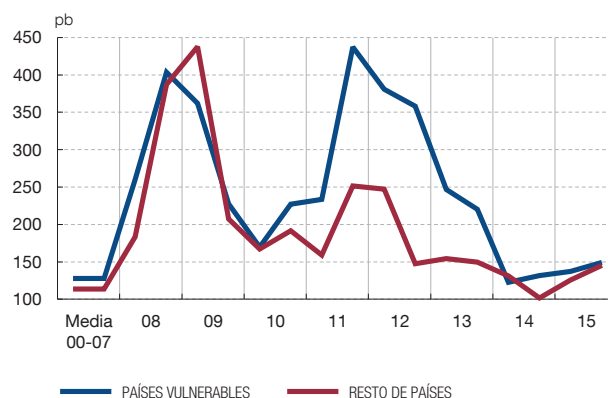
fue relativamente alto (véase gráfico 1.5). Con la excepción de dicho ejercicio, el crecimiento agregado de las emisiones se explica fundamentalmente por el aumento del número de operaciones, que fue especialmente notable a partir de 2012. Cabe destacar, además, que un

1 TIPOS DE INTERÉS

Nuevas operaciones de préstamos y rentabilidad de los bonos corporativos

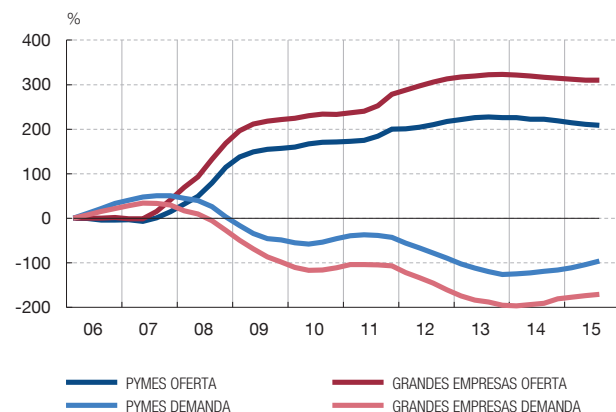


2 PRIMA DE RIESGO DE LAS EMISIONES DE RENTA FIJA (a)



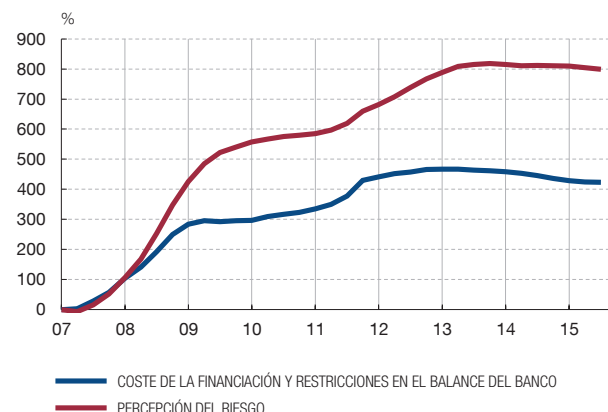
3 ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS (b)

Variaciones acumuladas en la oferta y en la demanda



4 ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS. FACTORES DE OFERTA (c)

Variaciones acumuladas



FUENTES: Datastream, Dealogic y Banco Central Europeo.

- a Se utilizan datos individuales de Dealogic y se calcula en cada período el promedio del *Spread to benchmark* para emisiones con *rating* A-, BBB+ y BBB. Los países vulnerables son España, Italia, Portugal, Grecia e Irlanda. El resto de los países lo conforman Alemania, Francia, Holanda, Bélgica, Austria, Finlandia y Luxemburgo.
- b Un crecimiento de la oferta significa criterios más restrictivos, y de la demanda significa aumento.
- c El factor «percepción del riesgo» es la suma de los resultados de los factores «expectativas generales» y «expectativas relativas a un sector concreto». El factor «coste de la financiación y restricciones en el balance del banco» es la suma de los resultados de los factores «liquidez de la entidad», «acceso a la financiación» y «costes relacionados con el nivel de capital».

porcentaje creciente de estas operaciones provino de nuevos emisores en el mercado, considerando como tales las empresas que no habían emitido entre 2003 y 2008. En particular, durante 2013 y 2014, por ejemplo, casi el 50 % de las colocaciones de este tipo de instrumento procedía de estas empresas. El análisis por países indica que la presencia de nuevos emisores se da de manera general desde 2012. Cuando se analizan los volúmenes de emisión de este grupo de empresas, se observa un tamaño relativamente pequeño, aunque no es posible distinguir si este hecho viene determinado por la propia novedad en la explotación de esta vía de financiación por parte de estas compañías o por el tamaño de la empresa (véase gráfico 1.6).

La apelación a los mercados de renta fija se ha producido en un contexto de evolución diferenciada del coste relativo de los préstamos y los bonos. Como se aprecia en el gráfico 2.1, aunque en 2008 hubo un encarecimiento relativo más intenso de la financiación a través de los bonos corporativos, la transmisión del tono extremadamente laxo de la política monetaria fue inicialmente más intensa en los mercados de deuda que en las condiciones

de los nuevos préstamos. De hecho, en marzo de 2014 —y por primera vez desde que se dispone de la estadística sobre tipos de interés de los préstamos (2003)— la rentabilidad de los bonos corporativos con *rating* BBB llegó a situarse transitoriamente por debajo de los tipos de interés de nuevos préstamos por importe superior a un millón de euros (utilizados fundamentalmente por las grandes empresas). Más recientemente, esta tendencia se ha revertido, lo que en parte estaría reflejando el impacto sobre las condiciones de los préstamos bancarios de las medidas no convencionales del Banco Central Europeo introducidas desde junio de 2014. Han existido, no obstante, brechas importantes en el coste de la financiación por países, tanto en los préstamos como en los bonos, derivadas no solo de las diferencias en el riesgo de crédito por áreas geográficas, sino también de la fragmentación financiera que se produjo en la eurozona a raíz de la crisis de la deuda soberana en 2011 y 2012. Así, como se ilustra en el gráfico 2.2, para las empresas no financieras de riesgo similar (*rating* A o BBB), el coste de las emisiones de deuda fue muy superior en los países más afectados por esta crisis, divergencias que se corrigieron posteriormente.

La estructura de la deuda de las empresas

El mayor recurso a las emisiones de valores de renta fija en un contexto de debilidad de los préstamos bancarios ha introducido una cierta recomposición de la tipología de deuda de las empresas no financieras en la UEM¹. De acuerdo con la información de las Cuentas Financieras, el saldo de pasivos en forma de títulos de renta fija alcanzó cerca del 12 % del PIB en el conjunto del área en el segundo trimestre de 2015, frente al 7 % de 2008. En cambio, los préstamos bancarios, que en 2008 representaban más del 50 % del PIB, han reducido su importancia unos 8 puntos porcentuales². El valor de otros préstamos representa un 46 %, en promedio, desde 2008.

En términos de peso sobre la deuda total, los valores de renta fija llegaron a representar algo más del 11 % a mediados de 2015 (frente a casi el 7 % en 2008), incremento que incorpora una ligera contribución positiva derivada del aumento del precio de los valores de renta fija en los mercados. Por países, existe cierta dispersión, siendo Francia, Portugal, Finlandia y Austria las economías donde los valores de renta fija tienen un mayor peso. La importancia de la financiación de mercado está todavía lejos de la que se observa en Estados Unidos y el Reino Unido, donde el peso se encuentra en torno al 40 % y 30 % de la deuda total, respectivamente (véase gráfico 3)³.

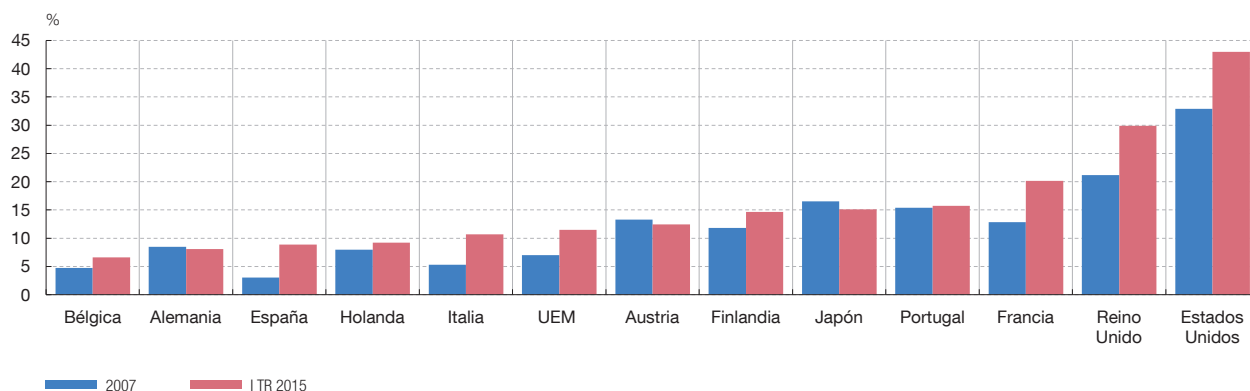
Es necesario mencionar que la estructura financiera que se desprende de los datos agregados de las Cuentas Financieras no se puede generalizar al conjunto del sector empresarial. Dicha estructura depende de múltiples factores; entre ellos, el coste relativo de las diversas fuentes de financiación, las características institucionales del sistema financiero y el tratamiento fiscal de los instrumentos. En el caso de las pymes, las restricciones que se derivan de su tamaño y de su menor capacidad para producir un flujo suficiente de información recurrente para los inversores hacen inviable, de manera mayoritaria, su financiación en los mercados. Estas barreras de entrada podrían contribuir a explicar, al menos en parte, que el peso de la financiación bancaria a nivel agregado sea mayor en países con una mayor presencia de pymes en su demografía empresarial.

1 El concepto de deuda que se utiliza es el de valores de renta fija más total de préstamos (incluidos los no bancarios, como, por ejemplo, los procedentes de no residentes, de empresas de *leasing* o de filiales). Se excluye el crédito comercial.

2 Esta cifra está corregida de las titulizaciones y otras transferencias realizadas por el sector bancario.

3 Si se excluye el sector *nonfinancial noncorporate business*, esta ratio asciende al 67 % en Estados Unidos. El sector *nonfinancial noncorporate* incluye los trabajadores por cuenta propia, que en las cuentas sectoriales europeas estarían considerados en el sector de los hogares.

PESO DE LA RENTA FIJA EN LA DEUDA (a)



FUENTES: Eurostat, Bank for International Settlements (BIS) y Banco de España.

a La deuda incluye valores de renta fija, préstamos bancarios y otros préstamos. Los datos provienen del BIS, a excepción de la UEM (Eurostat) y de España (Banco de España).

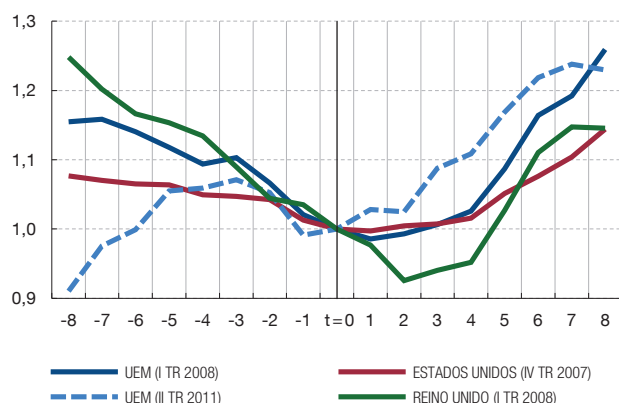
Una cautela necesaria en relación con la interpretación de los datos agregados de las Cuentas Financieras está relacionada con el hecho de que el peso de la financiación vía valores puede estar algo infravalorado si las compañías han recurrido a filiales no clasificadas en el sector de SNF para ejecutar las emisiones. Así, por ejemplo, en países como España o Alemania las empresas no financieras han utilizado filiales financieras o no residentes para emitir valores, canalizándose los recursos posteriormente al resto del grupo empresarial a través de un préstamo⁴.

Finalmente, cabe preguntarse si la recomposición de la deuda observada durante estos años se ajusta a las pautas observadas en episodios anteriores. Siguiendo el trabajo de Grjebine *et al.* (2014), el gráfico 4 analiza el comportamiento de la ratio de los valores de renta fija en el total de la deuda para las empresas no financieras en Estados Unidos, el Reino Unido y los países de la eurozona alrededor de distintos episodios de recesión. Concretamente, el gráfico presenta la evolución de esta variable durante los ocho trimestres anteriores y los ocho posteriores al inicio de las recesiones. Como puede observarse en los gráficos 4.1 y 4.2, durante la última crisis la desintermediación en la financiación ajena de las empresas ha sido una nota común en las tres áreas. En todas ellas el aumento de la ratio obedece a un incremento notable de las emisiones en un contexto de debilidad de los préstamos. Realizando el mismo ejercicio para las crisis pasadas (véanse los gráficos 4.3 y 4.4), se puede observar que este comportamiento constituye una regularidad empírica en Estados Unidos⁵, algo que no se desprende del análisis histórico para los países de la zona del euro. En efecto, agregando los países miembros de la zona del euro, solo se podría fechar una única recesión en el primer trimestre de 1992, en la que no se observó una recomposición de la deuda. El análisis desagregado por países permite analizar quince episodios de recesiones y, aunque el peso de los valores aumenta en alguno de ellos (por ejemplo, a principios de los 2000 en Alemania e Italia), no hay evidencia de desintermediación en las recesiones ni puede hablarse de un patrón diferenciado por países.

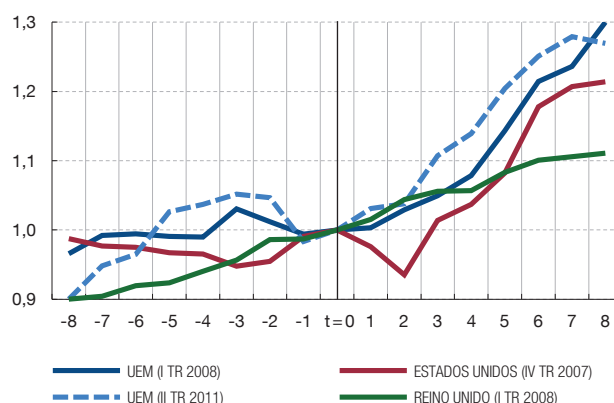
⁴ Los datos del gráfico 3 están corregidos de estos efectos para España.

⁵ En el caso del Reino Unido, la disponibilidad de los datos solo nos permitiría analizar una única crisis adicional, la de 1990, cuando también se produjo un aumento intenso de la ratio de valores de renta fija en la deuda.

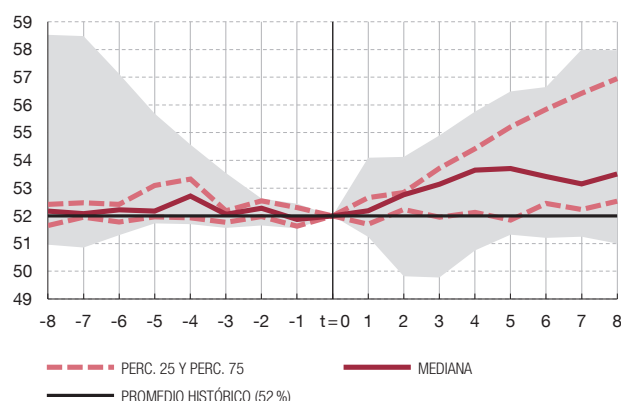
1 RATIO DE VALORES DE RENTA FIJA SOBRE EL CRÉDITO TOTAL (b)
Última crisis



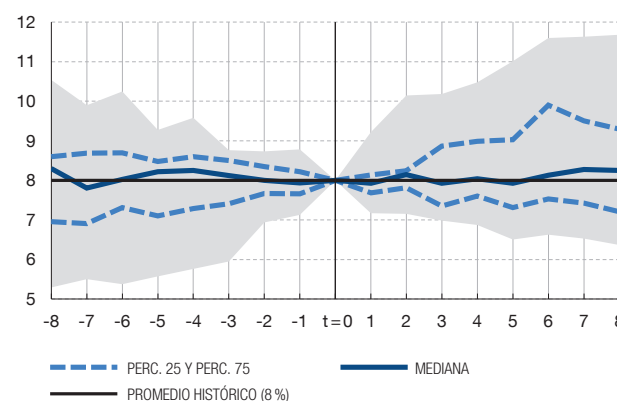
2 SALDO DE VALORES DE RENTA FIJA (b)
Última crisis



3 RATIO DE VALORES DE RENTA FIJA SOBRE CRÉDITO TOTAL (c)
Histórico de crisis en Estados Unidos (1967-2006)



4 RATIO DE VALORES DE RENTA FIJA SOBRE CRÉDITO TOTAL (c)
Histórico de crisis en los países de la UEM (1990-2006)



FUENTES: Bank for International Settlements, Eurostat, Organización para la Cooperación y el Desarrollo (OCDE), Office of National Statistics del Reino Unido, Reserva Federal de Estados Unidos y Banco de España.

- a Datos trimestrales. El comienzo de las recesiones se identifica con dos trimestres consecutivos de caída intertrimestral del PIB real, asignando el momento cero al máximo cíclico —trimestre anterior al comienzo de la recesión—. En Estados Unidos se considera el fechero del NBER desde 1980. La variable de deuda es la suma de valores de renta fija más préstamos totales para todas las áreas geográficas. Para Estados Unidos se emplea la información de las Cuentas Financieras del sector *non-financial corporate business*.
- b Para comparar entre áreas, las variables se normalizan al valor 1 en el máximo cíclico, que es, concretamente, el cuarto trimestre de 2007 para Estados Unidos, el primer trimestre de 2008 para la eurozona y el Reino Unido y el segundo trimestre de 2011 para la eurozona.
- c La variable está normalizada al valor promedio en los máximos cíclicos considerados y expresada en tanto por ciento. Se toman en total seis episodios de crisis para Estados Unidos y quince para los países de la UEM. Los países de la UEM considerados son Alemania, Francia, Italia, España, Holanda, Bélgica, Portugal y Finlandia. La zona sombreada engloba los valores de la ratio entre el mínimo y el máximo en los episodios analizados.

El papel de los mercados de renta fija como vía de financiación alternativa a la bancaria

El aumento de las emisiones de renta fija corporativa observado durante la crisis es difícil de conciliar con algunas de las teorías económicas más tradicionales que relacionan la composición de la financiación ajena de las empresas con su patrimonio neto o la calidad de sus proyectos. Bajo la hipótesis de que la financiación bancaria es relativamente más costosa⁶, las compañías que plantean menores problemas derivados de la información asimétrica frente a sus prestamistas —que suelen ser las de valor patrimonial más elevado o con proyectos de inversión menos arriesgados— se financiarían con emisiones de bonos. El resto de la población empresarial dependería en mayor medida de la financiación bancaria o se enfrentaría a restricciones al crédito [véase, por ejemplo, Repullo y Suárez

6 Esta hipótesis, habitual en la literatura, se deriva de los costes que supone el control de los prestatarios y de la mayor flexibilidad de la financiación bancaria.

(2000)]. En consonancia con estos planteamientos, durante las fases bajas del ciclo podría esperarse una pérdida de acceso a los mercados como consecuencia de la incidencia negativa de una recesión sobre la situación patrimonial de las empresas, lo contrario a lo observado durante la última crisis⁷.

Para explicar la desintermediación en la financiación empresarial durante la última crisis, la literatura económica ha puesto el foco sobre la oferta de los préstamos bancarios, concretamente sobre la contracción del flujo de crédito derivada del impacto de la crisis sobre la situación patrimonial de la banca, lo que también habría impedido una transmisión inicial más intensa del tono expansivo de la política monetaria (véanse gráficos 2.3 y 2.4). Para la zona del euro, Altavilla *et al.* (2015) han identificado estos factores específicos de las entidades bancarias a partir de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios y los vinculan con la contracción de los volúmenes de crédito y el impulso a la emisión de valores. La conexión entre las mayores emisiones corporativas y la contracción de la oferta de préstamos bancarios viene también apoyada por la evidencia directa que proporcionan Becker e Ivashina (2014) para el caso de Estados Unidos. Trabajos como el De Fiore y Uhlig (2015) han tratado de racionalizar esta evidencia en el marco teórico de un modelo de equilibrio general. A nivel microeconómico, Jiménez *et al.* (2012) ilustran, además, cómo la intensidad con la que la situación cíclica se traslada a la oferta de crédito vendría condicionada por la posición de solvencia y de liquidez de los bancos.

Aunque el endurecimiento en las condiciones de oferta de préstamos bancarios parece ser un determinante clave de este fenómeno, un factor adicional sería también el aumento de la demanda de bonos por parte de los inversores. En este sentido, los tipos de interés oficiales en niveles cercanos a cero y el progresivo encarecimiento de la deuda soberana en la mayor parte de la UEM habrían favorecido la demanda de inversiones en deuda corporativa, contribuyendo al creciente dinamismo de las emisiones de bonos de alta rentabilidad.

Si el desplazamiento hacia las emisiones de renta fija responde, al menos en parte, a una contracción de la oferta de crédito, podría esperarse que las empresas sin acceso a los mercados hayan tenido mayores dificultades para paliar los efectos recesivos derivados. Chava y Purnanandam (2011) encontraron evidencia en esta dirección utilizando el episodio de la crisis rusa del otoño de 1998 para el caso de Estados Unidos. Las empresas con mayor dependencia de la financiación bancaria tendían a experimentar una mayor pérdida de valor y de beneficios durante las crisis bancarias que las empresas con acceso a los mercados de valores. En este sentido también, Bentolila *et al.* (2015), para el caso español, concluyen que las empresas con financiación procedente de bancos con una posición patrimonial menos sana (que, por tanto, tuvieron que aplicar mayores restricciones a su oferta de crédito) experimentaron reducciones de empleo más intensas.

La experiencia durante la última crisis recalca, por tanto, la importancia de contar con mercados de deuda corporativa bien desarrollados y, en general, con vías de financiación empresarial alternativas a la bancaria, en especial para las empresas que, por restricciones de

7 Las implicaciones sobre el crédito bancario serían más inciertas. Por una parte, habría un desplazamiento hacia la financiación bancaria de aquellas empresas que dejan de acudir a los mercados o que necesitan mayor flexibilidad en sus condiciones de financiación. Por otra parte, la percepción de un mayor riesgo de crédito aumentaría el número de empresas con restricciones al crédito bancario. Las teorías de la banca relacional vendrían a mitigar esta última conclusión en la medida en que la relación que se crea entre el banco y su cliente a lo largo del tiempo genera una reputación y una confianza por ambas partes a la hora de mantener o renegociar ese canal de financiación, independientemente de la fase del ciclo económico

tamaño, normalmente presentan un elevado grado de dependencia del canal crediticio. En esta línea, se han promovido actuaciones en los últimos años, tanto a nivel nacional como europeo, dirigidas a fomentar la diversificación de fuentes de financiación empresarial. En el ámbito de la renta fija, cabe destacar, por ejemplo, el nacimiento de los mercados alternativos con condiciones de acceso más asumibles para las empresas de tamaño mediano. En 2010, se crearon plataformas dependientes de las bolsas alemanas —como BondM, de la Bolsa de Stuttgart—; en 2012, se lanzó el segmento de renta fija de Alternext, en el que participan las plazas bursátiles de Ámsterdam, Bruselas, Lisboa y París, y en 2013 entraron en funcionamiento ExtraMOT PRO, lanzado por la Borsa Italiana, y el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), gestionado por Bolsas y Mercados Españoles.

En este sentido, el proyecto en marcha más ambicioso es el de la creación de un Mercado Único de Capitales (MUC) para la Unión Europea. En septiembre se dio un paso importante en este sentido, con la publicación por parte de la Comisión Europea de un plan de actuación detallado, con el objetivo de que en el año 2019 las bases del MUC queden asentadas. El MUC pretende incrementar y diversificar las fuentes de financiación de las empresas, en especial de las pymes, movilizando mayores recursos financieros en la economía y generando un mayor desarrollo e integración de los mercados de capitales en Europa. En una unión monetaria, la integración de los mercados financieros es un elemento especialmente importante. La eliminación de barreras a las operaciones transfronterizas debería aumentar el potencial para una mayor diversificación de los riesgos y una mejor asignación de ellos en el conjunto de la UE, lo que conllevará beneficios para la estabilidad macroeconómica. Aunque el MUC es un proyecto a medio plazo, la CE propone actuaciones prioritarias a corto plazo, incluyendo el desarrollo de un marco regulatorio para el relanzamiento de las titulizaciones simples, transparentes y estandarizadas, lo que permitirá la transferencia de riesgo fuera del balance de los bancos y ampliará su capacidad de intermediar recursos hacia la economía.

Conclusiones

Desde 2009, las empresas no financieras del área del euro han recurrido intensamente a los mercados de capitales para financiarse. Este hecho se explica en gran medida por la entrada de un número creciente de empresas que durante los años previos no habían realizado emisiones.

El desplazamiento hacia los mercados de deuda corporativa ha sido más apreciable durante los momentos de mayor contracción del crédito bancario, particularmente en 2009 y en 2012. Este comportamiento ha sido generalizado por países dentro del área del euro, pero también se ha observado en Estados Unidos y el Reino Unido, donde el peso de la financiación empresarial basada en los mercados de capitales es sensiblemente más elevado que en el caso de la UEM.

El crecimiento de la actividad emisora de las empresas en los últimos años ha sido, en gran parte, una respuesta a la contracción de la oferta del crédito en un contexto de crisis y desapalancamiento del sector bancario. No obstante, un factor adicional que también habría contribuido a la demanda de valores de renta fija privada es su mayor rentabilidad frente a instrumentos como la deuda pública, en un contexto de tipos de interés muy reducidos.

En cualquier caso, cabe esperar que el desarrollo de la financiación no bancaria no sea un proceso coyuntural, sino que se consolide en los próximos años. Por una parte, el acceso de nuevos emisores a los mercados contribuirá a generar una reputación por parte de estas compañías, con el consiguiente efecto moderador sobre los problemas de información

asimétrica, y a reducir los costes de sus emisiones en un futuro. Por su parte, el proyecto del Mercado Único de Capitales refleja el creciente interés de las autoridades europeas en fomentar el desarrollo de vías de financiación alternativas a la bancaria, en especial para las pymes, que contribuyan a mitigar los efectos negativos del carácter excesivamente procíclico del flujo de crédito bancario.

11.12.2015.

BIBLIOGRAFÍA

- ALTAVILLA, C., M. DARRACQ y G. NICOLETTI (2015). *Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis*, Documentos de Trabajo, n.º 1861, Banco Central Europeo.
- BECKER, B., y V. IVASHINA (2014). «Cyclicality of credit supply: firm level evidence», *Journal of Monetary Economics*, n.º 62, pp. 76-93.
- BENTOLILA, S., M. JANSEN, G. JIMÉNEZ y S. RUANO (2015). *When credit dries up: job losses in the Great Recession*, Documentos de Trabajo, n.º 1310, CEMFI.
- CHAVA, S., y A. PURNANANDAM (2011). «The effect of banking crisis on bank-dependent borrowers», *Journal of Financial Economics*, n.º 99, pp. 116-135.
- DE FIORE, F., y H. UHLIG (2015). *Corporate debt structure and the financial crisis*, Documentos de Trabajo, n.º 1759, Banco Central Europeo.
- GRJEBINE, T., U. SZCZERBOWICZ y F. TRIPIER (2014). *Corporate debt structure and economic recoveries*, Documentos de Trabajo, n.º 2014-19, CEPIL.
- JIMÉNEZ, G., S. ONGENA, J. L. PYEDRÓ y J. SAURINA (2012). «Credit Supply and Monetary Policy: Identifying the Bank Balance-Sheet Channel with Loan Applications», *American Economic Review*, n.º 102, pp. 2301-2326.
- LANGFIELD, S., y M. PAGANO (2015). *Bank bias in Europe: Effects on systemic risk and growth*, Documentos de Trabajo, n.º 1797, Banco Central Europeo.
- LEVINE, R. (2002). «Bank-based or market-based financial systems: Which is the better?», *Journal of Financial Intermediation*, n.º 11, pp. 398-428.
- REPULLO, R., y J. SUÁREZ (2000). «Entrepreneurial moral hazard and bank monitoring», *European Economic Review*, n.º 44, pp. 1931-1950.

Este artículo ha sido elaborado por Víctor García-Vaquero y Francisco Alonso, de la Dirección General de Economía y Estadística.

Introducción

Las instituciones de inversión colectiva (IIC) han experimentado un desarrollo importante en España durante los últimos años, de manera que en noviembre de 2015 gestionaban más de 370 mm de euros, lo que representa un porcentaje significativo de la riqueza de los hogares y las sociedades no financieras españolas (concentra el 12 % del patrimonio financiero de las primeras y el 3 % del de las segundas). De hecho, estos instrumentos han constituido la principal vía de ahorro de ambos sectores en los dos últimos años, canalizando un flujo neto de fondos por importe equivalente al 4,7 % del PIB en 2014¹.

Estos desarrollos han venido acompañados, además, de algunos cambios en la estructura de la industria de la inversión colectiva, por lo que tiene interés analizar los principales rasgos de su evolución reciente y compararlos con los de otros países de nuestro entorno. Estos son, precisamente, los principales objetivos de este artículo, que se estructura, a partir de aquí, en tres epígrafes. En el primero, se revisa la evolución de esta industria en España entre 2007 y 2015. En el segundo, se lleva a cabo una comparación con la UEM. Finalmente, en el último se resumen las principales conclusiones.

La evolución de la inversión colectiva en España entre 2007 y 2015

PATRIMONIO Y NÚMERO
DE PARTICIPES

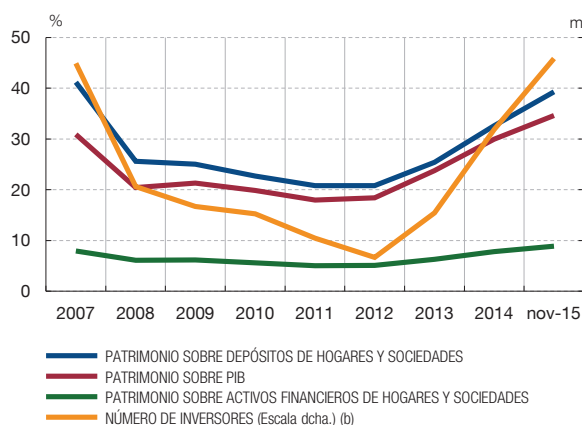
Las IIC empezaron a desarrollarse en España a principios de los años noventa y, desde entonces, aunque con ciertos altibajos, han venido adquiriendo una importancia creciente tanto en términos de patrimonio como de inversores. A mediados de 2007, el patrimonio de las IIC comercializadas en España equivalía al 35 % del PIB y el número de inversores se situaba en torno a los 9,5 millones. Pero, a partir de esa fecha, se produjo un descenso notable en el volumen de activos gestionados por estas instituciones que duró varios años. Concretamente, a finales de 2012, los recursos totales que canalizaban las IIC se habían reducido hasta el 18,2 % del PIB y el número de tenedores de activos emitidos por estas instituciones había caído por debajo de los seis millones (véase gráfico 1). Un patrón similar se observa cuando se analiza el peso del ahorro materializado en los activos emitidos por las IIC, en relación con los depósitos mantenidos por el sector privado no financiero, que pasó del 41,2 % en 2007 al 20,8 % en 2012.

El gráfico 1.2 revela que el retroceso del patrimonio de las IIC entre 2007 y 2012 se explica principalmente por las salidas netas de fondos. Así, durante dicho período se registraron unos reembolsos netos de 161 mm de euros, de los cuales casi la mitad se produjeron en 2008. Los efectos valoración tuvieron una contribución pequeña a las variaciones del patrimonio en términos acumulados a lo largo del período considerado, ya que las pérdidas agregadas observadas en 2008 y 2011 fueron prácticamente compensadas por las ganancias registradas en el resto de los años.

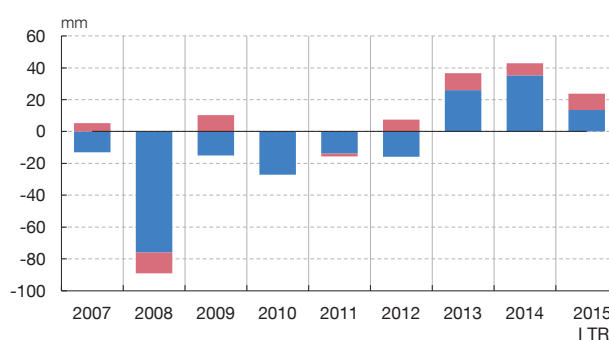
Existen diversos factores que pueden explicar la desinversión en los instrumentos emitidos por estas instituciones durante la etapa de crisis. Por una parte, la evolución desfavorable de los precios de los activos en los que invierten (que se reflejó en minusvalías en algunos de los productos de la industria, que fueron especialmente cuantiosas en 2008) y su mayor

¹ Para un mayor detalle, véase V. García-Vaquero y M. Mulino (2015), «Evolución de los flujos y los balances financieros de los hogares y las empresas no financieras en 2014», *Boletín Económico*, junio, Banco de España.

1 PATRIMONIO (a) Y NÚMERO DE INVERSORES



2 DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DEL PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN (c)



FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, CNMV (hasta 2014) e INVERCO (año 2015).

- a Incluye IIC financieras, inmobiliarias y extranjeras comercializadas en España. En 2015 el dato de los depósitos corresponde a octubre; el del PIB, a septiembre, y el de los activos financieros, a junio.
b Incluye partícipes y accionistas.
c Incluye fondos de inversión mobiliaria, inmobiliaria y en activos del mercado monetario hasta 2008, y fondos y sociedades de inversión, IIC de inversión libre e IIC inmobiliarias, a partir de entonces.

volatilidad mermaron su atractivo relativo para los inversores en comparación con otras alternativas de ahorro como los depósitos bancarios. Por otra parte, los tipos de interés de estos últimos se situaron en ese período en un nivel relativamente elevado como consecuencia, en parte, de la competencia entre las entidades de crédito por captar fondos por esta vía, en un contexto de elevadas tensiones en los mercados financieros mayoristas.

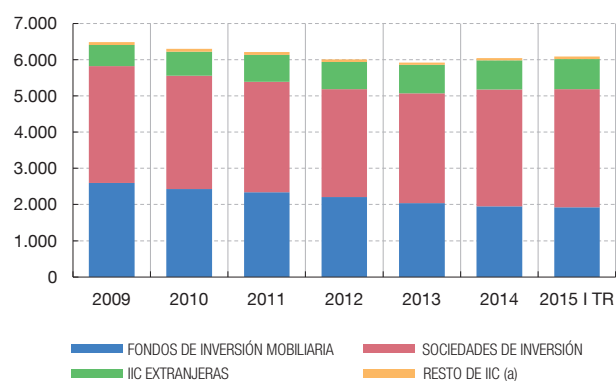
Desde finales de 2012, los flujos netos de inversión dirigidos hacia las IIC comercializadas en España volvieron a ser positivos, en un entorno en el que los factores antes mencionados (precios de los activos y su volatilidad y rentabilidad de los depósitos) tuvieron una evolución opuesta a la registrada en los años anteriores. Así, el curso favorable de las cotizaciones en los mercados en los que invierten estos vehículos y su menor volatilidad, junto con el descenso de la rentabilidad de los depósitos, aumentaron el atractivo relativo de los instrumentos emitidos por la industria de la inversión colectiva. Además, durante este período más reciente, los efectos valoración contribuyeron claramente al aumento del patrimonio. De este modo, el volumen de recursos canalizados por estas instituciones se fue recuperando progresivamente, situándose, en noviembre de 2015 (última información disponible), en el 35 % del PIB, y el número de inversores en los 9,6 millones, niveles algo superiores a los observados a mediados de 2007.

TIPOLOGÍA

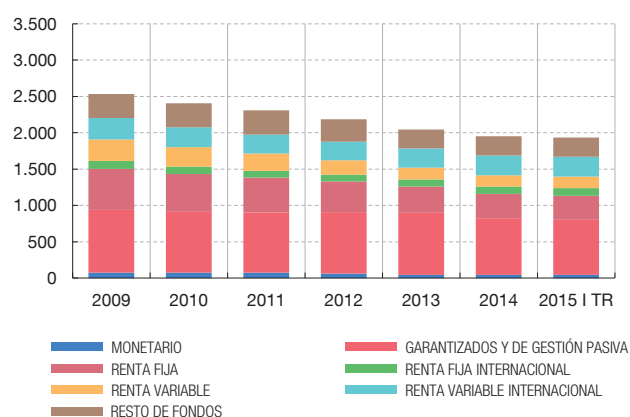
La tipología de instituciones englobadas dentro de las IIC es diversa. En función del tipo de activo en el que invierten, se distingue entre las de carácter mobiliario, que centran su inversión en instrumentos financieros, y las no financieras (mayoritariamente inmobiliarias). Según su naturaleza jurídica, existen también dos categorías: los fondos y las sociedades de inversión. El capital social de estas últimas está dividido en acciones y gozan de personalidad jurídica propia. Los fondos de inversión, en cambio, no la tienen y, por ello, tienen que ser gestionados por una sociedad que no es propietaria del fondo, siendo los ahorradores partícipes (y no accionistas) de los pasivos emitidos por dichas instituciones.

Como se observa en el gráfico 2.1, el número de IIC comercializadas en España se redujo entre 2009 y 2013, aumentando levemente con posterioridad, pasando de situarse próximo

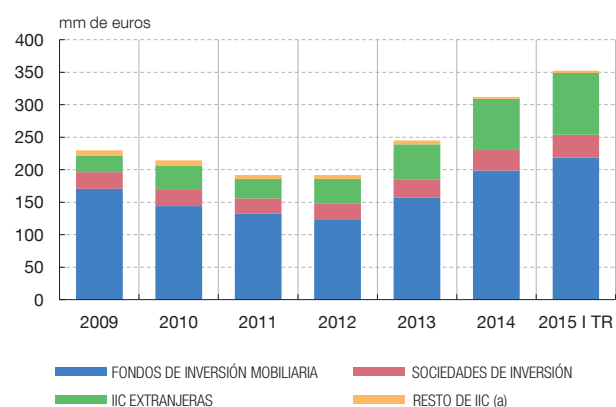
1 NÚMERO DE ENTIDADES



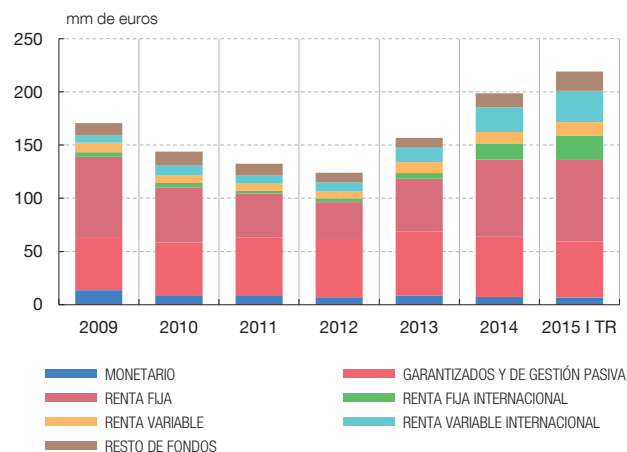
2 NÚMERO DE ENTIDADES. FONDOS DE INVERSIÓN MOBILIARIA



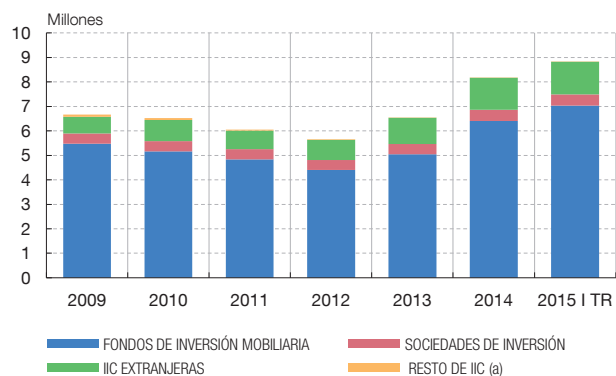
3 PATRIMONIO



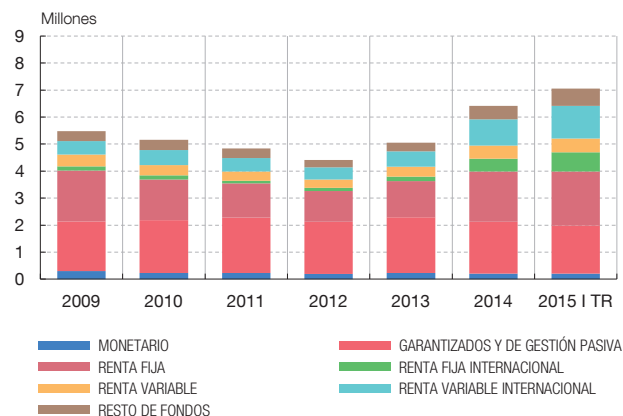
4 PATRIMONIO. FONDOS DE INVERSIÓN MOBILIARIA



5 NÚMERO DE PARTICIPES Y DE ACCIONISTAS



6 NÚMERO DE PARTICIPES. FONDOS DE INVERSIÓN MOBILIARIA



FUENTE: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

a Incluye fondos y sociedades de inversión inmobiliaria e IIC de inversión libre.

a 6.500 en 2009 a apenas superar las 6.000 en marzo de 2015 (último período para el que se dispone de información detallada). El grueso de este descenso se ha concentrado en los fondos de inversión mobiliarios domiciliados en nuestro país (FIMDE), que han pasado de 2.900 a 1.900 en este período, en un contexto en el que el sector bancario, del que

dependen la mayoría de sus entidades gestoras, se ha visto inmerso en un importante proceso de consolidación, lo que ha favorecido la integración y fusión de estos vehículos. El desglose por vocación de estos fondos pone de manifiesto que el mayor descenso se ha producido en los de renta fija², seguido de los de renta variable y, en menor medida, de los garantizados (véase gráfico 2.2). En contraposición, en estos años, ha aumentado sensiblemente la presencia de entidades extranjeras comercializadas en España (desde 582 hasta 805), mientras que el número de sociedades de inversión [principalmente sociedades de inversión de capital variable (SICAV)] apenas ha variado, manteniéndose en torno a 3.200. El número de instituciones englobadas en el resto de las IIC, principalmente inmobiliarias, de importancia residual, ha presentado un perfil descendente.

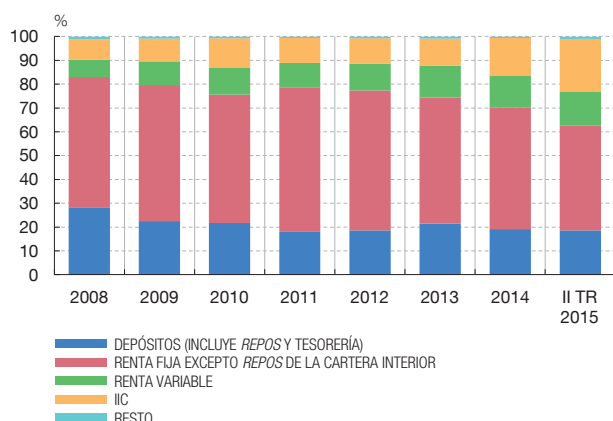
Los FIMDE se han mantenido, a lo largo de todo el período analizado, como los vehículos que concentran una mayor proporción del patrimonio (un 74,2 % del total en 2009, porcentaje que cayó hasta el 62,2 % en marzo de 2015) y de los partícipes. Por su parte, los recursos de las IIC extranjeras han presentado un crecimiento comparativamente más intenso que el de las otras categorías. De hecho, salvo en 2011, en el resto de los ejercicios el patrimonio de estas últimas instituciones mostró un avance positivo, alcanzando, en el primer trimestre de 2015, registros superiores a los 100 mm de euros, un 28 % del total de las IIC que se comercializan en España, frente a apenas 25 mm (un 11 % del total) en 2009. El número de partícipes de las IIC extranjeras también se ha expandido de forma importante, de modo que más que se dobló entre 2009 y marzo de 2015, superando los 1,4 millones en esta última fecha (véase gráfico 2.5). Las sociedades de inversión, a pesar de su destacada importancia en términos de número de entidades, canalizaban al final del primer trimestre de 2015 poco más del 10 % del total de los recursos de la industria, lo que revela el menor tamaño medio de estos vehículos.

El patrimonio del resto de las IIC —en concreto, el de las IIC inmobiliarias, que suponen el grueso de este agregado— ha descendido de forma continuada a lo largo de todo el período analizado, alcanzando, en la actualidad, niveles muy reducidos. Esta evolución se ha visto enmarcada en un contexto de corrección de los precios de los activos en los que invierten y, más recientemente, de competencia de otras instituciones como las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI). Estas sociedades no se consideran jurídicamente IIC, aunque económicamente tienen una filosofía similar, y una de sus características es que los gestores deben repartir periódicamente dividendos (derivados de alquileres, plusvalías de rentas y otras fuentes). La primera SOCIMI comenzó a cotizar en la bolsa española a finales de 2013 y, en noviembre de 2015, su número se elevaba a 14. Desde el inicio, se han colocado en el mercado primario más de 1,3 mm de euros y, a principios de diciembre de 2015, su capitalización bursátil ascendía a más de 6,1 mm.

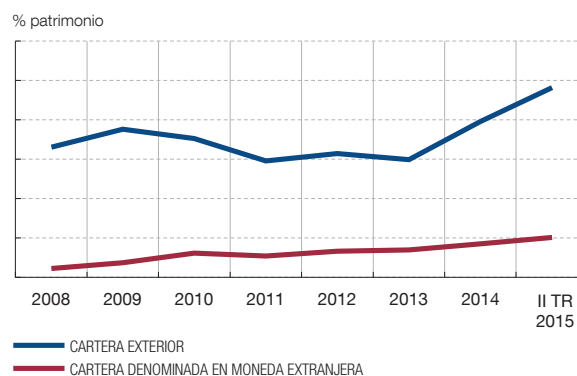
El desglose en función de la vocación inversora de los FIMDE muestra que los de perfil más conservador son los que concentran la mayoría de los recursos. Concretamente, en marzo de 2015, los fondos monetarios, los de renta fija y los garantizados suponían, conjuntamente, el 62 % del total de los activos de la industria, aunque su peso relativo ha tendido a reducirse durante los últimos años (en 2009, su patrimonio representaba prácticamente el 82 %; véase gráfico 2.4). Estos vehículos son también los que han contado, de forma conjunta, con un mayor número de partícipes durante todo el período analizado (véase gráfico 2.6).

2 Estas son las únicas IIC para las que se dispone de un desglose por vocación.

1 DISTRIBUCIÓN DEL PATRIMONIO



2 POSICIÓN INTERNACIONAL DE LAS SOCIEDADES Y LOS FONDOS DE INVERSIÓN MOBILIARIA



FUENTE: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Dentro de estos tipos de IIC de perfil más conservador, se detecta cómo a lo largo de los últimos años han cobrado una importancia creciente las de renta fija, en detrimento de las monetarias. Esta tendencia ha tenido lugar en un contexto de descenso de los tipos de interés del mercado monetario hasta niveles próximos a cero o incluso por debajo de esa cota en el período más reciente, que se ha reflejado en unas rentabilidades muy reducidas. En paralelo, los FIMDE con vocación internacional han visto incrementada su relevancia, tanto en el caso de los de renta fija como en el de los de renta variable. Así, el patrimonio de los primeros ha pasado de 2,8 mm de euros en 2011 a 23 mm en marzo de 2015, y el de los segundos, de 7,4 mm a 29,5 mm en este mismo período.

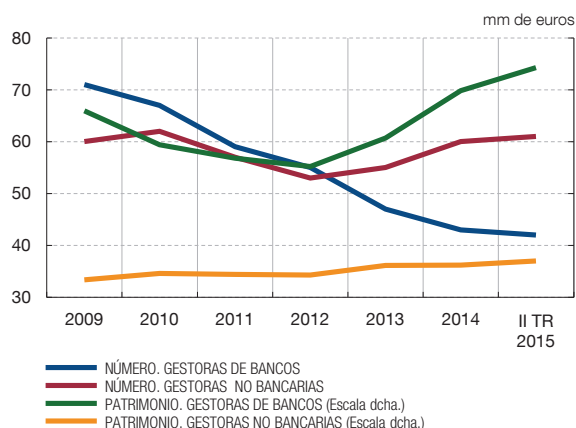
COMPOSICIÓN DE LA CARTERA

En línea con la vocación conservadora de los FIMDE, la distribución por tipo de activo del patrimonio de las sociedades y fondos de inversión mobiliaria domiciliados en España evidencia que el grueso de la cartera agregada se concentra en activos de riesgo reducido (véase gráfico 3.1)³. Así, la renta fija se ha mantenido a lo largo del período analizado como el principal instrumento de la cartera agregada, concentrando más del 40 % de los activos, aunque dicho peso relativo ha tendido a reducirse durante los últimos años, pasando de superar el 60 % en 2012, cuando estos títulos presentaban una alta remuneración, a representar el 44 % a mediados de 2015, en un contexto de retroceso de los tipos de interés de dichos instrumentos. También ha descendido el peso de los activos monetarios (depósitos y repos), desde un porcentaje próximo al 30 % en 2008 hasta el 18 % a mediados de 2015. En contraposición, el peso de la renta variable se ha incrementado de forma importante durante los últimos años, pasando del 7 % al 14 % entre esas dos fechas, en un contexto de revalorizaciones en los mercados bursátiles. También se ha incrementado, de forma notable, la proporción que representa la adquisición de activos emitidos por la propia industria de inversión colectiva.

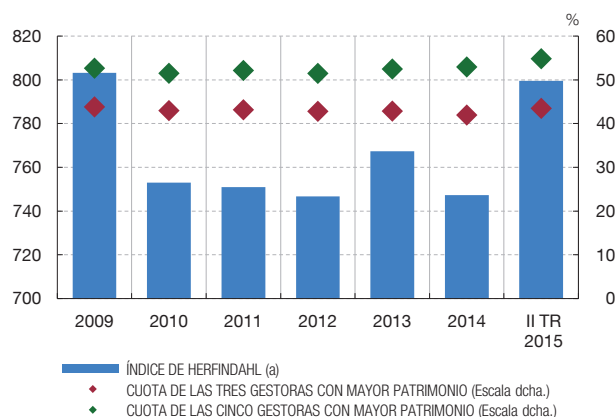
Por otra parte, en el período más reciente se aprecia una creciente diversificación internacional de las carteras, tras los años de crisis económica y financiera, en los que se observó una mayor preferencia por instrumentos emitidos por agentes residentes, en un contexto de fragmentación de los mercados financieros de la UEM. Concretamente, como se

3 No se dispone de información de la composición de la cartera agregada de las IIC extranjeras.

1 NÚMERO Y PATRIMONIO DE GESTORAS DE IIC



2 INDICADORES DE CONCENTRACIÓN



FUENTE: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

a Este índice se calcula como la suma del cuadrado de las cuotas de mercado de todas las gestoras de IIC. La cuota de mercado se define como el patrimonio gestionado por la institución, dividido entre la suma del patrimonio de todas las IIC.

observa en el gráfico 3.2, la cartera exterior de los fondos y las sociedades de inversión mobiliaria nacionales mostró un aumento significativo, de forma que, a mediados de 2015, el 48,1 % de los valores del activo se concentraba en títulos de emisores no residentes, 18,5 puntos porcentuales (pp) más que en 2011.

El desglose según la divisa de los activos de la cartera revela el predominio de los que están denominados en euros, aunque el peso de las otras monedas ha tendido a elevarse durante los últimos años, pasando, entre finales de 2009 y junio de 2015, del 3,7 % al 10,1 % del patrimonio total.

SOCIEDADES GESTORAS

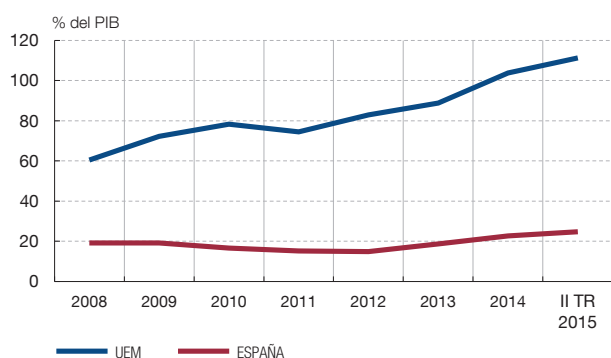
Como muestra el gráfico 4, la industria de la inversión colectiva en España está dominada por gestoras (entidades encargadas de la comercialización y administración de las IIC) pertenecientes a grupos bancarios. En efecto, a mediados de 2015, el peso del patrimonio gestionado por estas suponía el 86 % del total de las IIC domiciliadas en nuestro país, si bien esta proporción ha tendido a reducirse durante los últimos años. En particular, la importancia relativa de las gestoras no bancarias se ha elevado 5 pp desde 2009.

Por lo que respecta al número de gestoras, las pertenecientes a grupos bancarios han experimentado un descenso progresivo desde 2009, que, hasta junio de 2015, se cifra en alrededor del 41 %, hasta situarse en 42 entidades. Esta tendencia está vinculada en buena medida con el proceso de consolidación del sistema bancario observado en este período. Por su parte, el número de gestoras no bancarias disminuyó durante la etapa de crisis y se recuperó después: a mediados de 2015, se situó en 61, alcanzando así una cifra próxima a la de 2009.

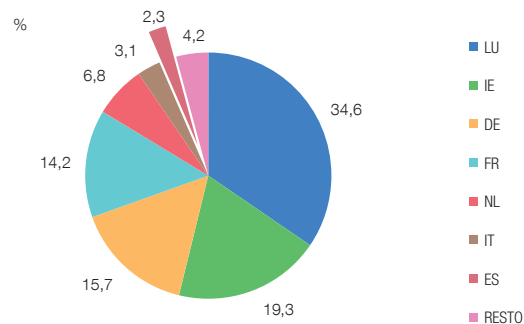
A pesar del descenso del número de gestoras durante los últimos años, el grado de concentración de la actividad en la industria no ha variado significativamente. Concretamente, como se observa en el gráfico 4.2, tanto el índice de Herfindahl⁴ como la cuota de mercado

4 Este índice se calcula como la suma del cuadrado de las cuotas de mercado (expresadas en tanto por ciento) de todas las IIC. La cuota de mercado se define como el patrimonio gestionado por la institución, dividido entre la suma de los patrimonios de todas las IIC.

1 PATRIMONIO (a)



2 DISTRIBUCIÓN POR PAÍS DEL PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN. JUNIO DE 2015 (a)



FUENTE: Banco Central Europeo.

a Se incluyen las IIC domiciliadas en cada área.

de las tres gestoras que administran una mayor proporción del patrimonio, dos indicadores habituales para medir la concentración, se situaban, a mediados de 2015, en torno a los mismos niveles de 2009 (véase gráfico 4.2). La cuota de las cinco gestoras más grandes, no obstante, se ha elevado ligeramente durante el mismo período.

Por otra parte, tanto en el caso de las gestoras bancarias como en el de las no bancarias, a lo largo de los últimos años se ha observado un incremento en el volumen medio administrado por gestora, que ha sido más acusado en las primeras. Esto último ha permitido un mayor aprovechamiento de las economías de escala de esta industria.

Comparación con la UEM

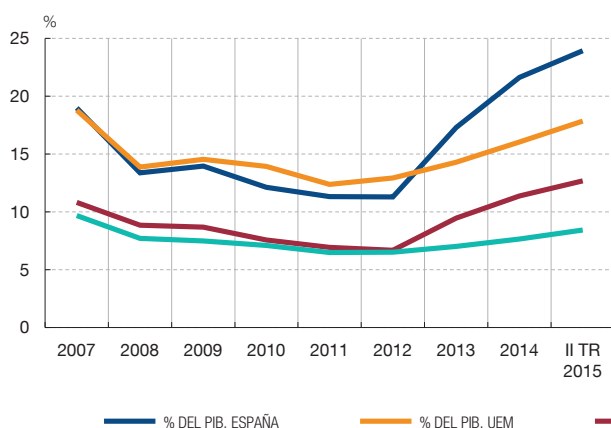
El sector de la inversión colectiva en el conjunto de la UEM ha experimentado un fuerte desarrollo a lo largo de los últimos siete años. Como puede observarse en el gráfico 5, el patrimonio de las instituciones domiciliadas en el área del euro se ha ido elevando progresivamente hasta alcanzar el 114 % del PIB en junio de 2015, frente al 60,4 % de 2008.

El patrimonio de las IIC de la UEM ha presentado, en los últimos años, una evolución más expansiva que el de las domiciliadas en España, de forma que el peso relativo de las nacionales se ha reducido hasta representar solamente el 2,3 % del total correspondiente al conjunto del área a mediados de 2015 (véase gráfico 5.2), proporción 3,7 pp inferior a la de 2008.

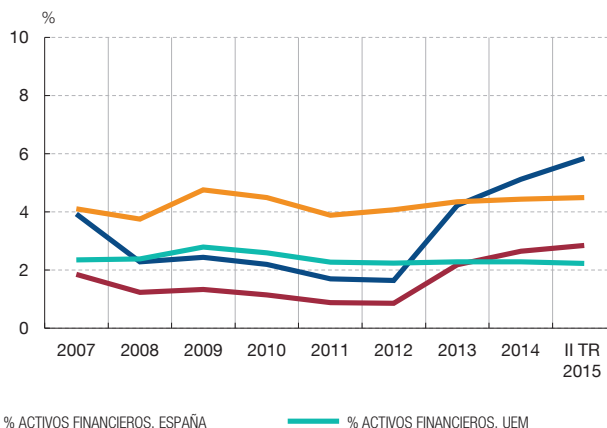
Los países con un patrimonio más elevado son Luxemburgo (casi el 35 % del total de la UEM) e Irlanda (19,3 %), lo que refleja el papel internacional de las IIC domiciliadas en esos países, que se ha visto impulsado en parte por el favorable tratamiento fiscal que reciben. Del resto, destacan por su mayor peso Alemania (15,5 %) y Francia (14,2 %).

El mayor desarrollo de la industria de la inversión colectiva en la UEM, en comparación con España, no tiene su reflejo en una mayor importancia en aquella área de las tenencias de los pasivos emitidos en poder de las familias y las empresas. Así, tras su notable avance en los últimos tres años, en España el patrimonio invertido en dichos instrumentos tiene actualmente un peso superior sobre la riqueza financiera de ambos sectores que en la UEM (véase gráfico 6). También es mayor su relevancia en relación con el volumen de depósitos. Por otra parte, en ambas áreas geográficas, la proporción de los activos

1 HOGARES E ISFLSH



2 SOCIEDADES NO FINANCIERAS



FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

a Las series de inversión en IIC tienen una ruptura en 2013 por la incorporación a las CFEE de información de fondos domiciliados en el resto del mundo.

financieros invertida en dichos productos por los hogares cuadruplica a la de las empresas no financieras. El menor peso en las carteras de las empresas y las familias de la UEM, en comparación con lo que ocurre en España, a pesar del mayor desarrollo de la industria de la inversión colectiva refleja, por una parte, el hecho de que una proporción destacada de las IIC domiciliadas en dicha zona procede de residentes fuera del área y, por otra, que un porcentaje importante de los activos emitidos por estas instituciones está en manos de empresas financieras.

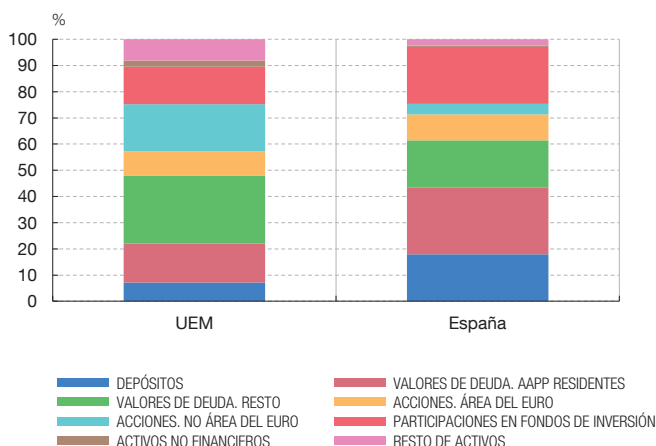
También se observan diferencias entre la composición de la cartera de las IIC españolas y la de las de la UEM. Así, como se ilustra en el gráfico 7.1, en la zona del euro el peso de las acciones (y, en concreto, el de aquellas emitidas por emisores domiciliados fuera del área del euro) es mayor que en las IIC residentes en España (27,4 % frente a 13,9 %, en junio de 2015), mientras que, en contraposición, la relevancia de los depósitos y de los títulos de deuda es más reducida en el conjunto de la UEM. Ello pone de manifiesto el perfil más conservador de la inversión colectiva en España. A esta misma conclusión se llega al realizar un análisis en función de la vocación de las IIC. Concretamente, en la UEM tienen una mayor relevancia relativa las IIC de renta variable, mientras que en España las de renta fija tienen un mayor peso en términos de patrimonio (véase gráfico 7.2).

Conclusiones

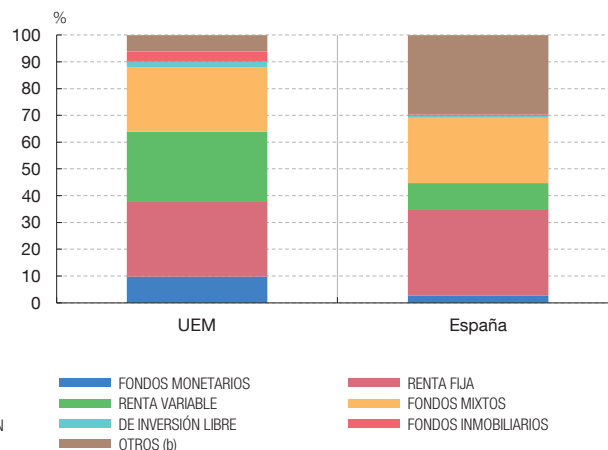
Tras el importante declive durante la crisis, el volumen de flujos canalizados por las IIC comercializadas en España ha tendido a elevarse desde finales de 2012, de modo que el patrimonio de estas instituciones se ha incrementado hasta el 35 % del PIB en noviembre de 2015, alcanzando el nivel máximo observado a mediados de 2007.

Esta evolución reciente ha venido acompañada de algunos cambios en la estructura de la industria. Así, el desglose por tipo de productos evidencia que se ha incrementado de forma importante el peso de los vehículos extranjeros comercializados en España, hasta el 28 % en el primer trimestre de este año, en términos de patrimonio. Por otra parte, en la composición de activos de la cartera se aprecia que han tendido a perder peso los de menor rentabilidad y riesgo, como los depósitos y los valores de renta fija, a favor de los de renta variable, en un contexto de descenso de los tipos de interés. Este desarrollo, que

1 ESTRUCTURA DE LA CARTERA (a)



2 DISTRIBUCIÓN DEL PATRIMONIO POR VOCACIÓN (a)



FUENTE: Banco Central Europeo.

a No incluye las IIC extranjeras.

b La rúbrica «Otros» incluye fondos de garantía parcial, gestión pasiva, retorno absoluto, globales y sociedades de inversión.

supone una cierta convergencia con la estructura de la cartera del conjunto de la UEM, puede elevar la sensibilidad de la riqueza financiera de los tenedores de estos instrumentos (hogares, fundamentalmente, en el caso de España) a cambios en el contexto económico y financiero. No obstante, la proporción de activos de menor riesgo sigue siendo mayoritaria en los vehículos nacionales, manteniendo todavía una vocación inversora más conservadora que la de los del conjunto del área del euro. Por último, otro rasgo destacable es que, si bien la gestión de las instituciones domiciliadas en España sigue estando dominada por las gestoras pertenecientes a grupos bancarios, el peso relativo de estas se ha reducido algo durante los últimos años.

La comparación con la UEM evidencia que en España la industria de la inversión colectiva está menos desarrollada, en cuanto al volumen de patrimonio invertido, si bien la proporción de la cartera financiera de los hogares y las empresas no financieras españolas invertida en pasivos emitidos por estas instituciones es actualmente superior a la que se observa en la zona del euro.

11.12.2015.

Este artículo ha sido elaborado por Ignacio Hernando, Daniel Santabárbara y Javier Vallés, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

Introducción

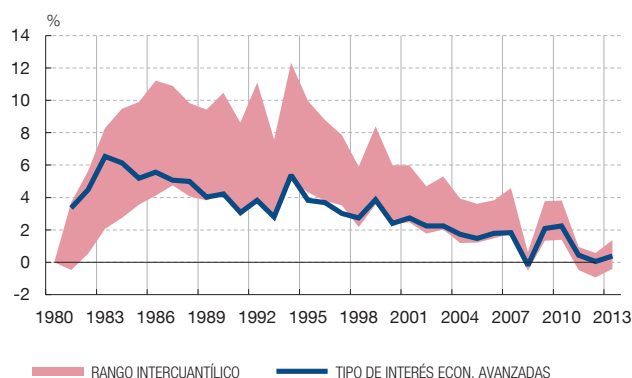
El tipo de interés real —es decir, la rentabilidad nominal de los activos una vez descontada la inflación esperada— es una variable macroeconómica clave, ya que determina las decisiones intertemporales de inversión y consumo de los agentes económicos. El tipo de interés real de equilibrio es aquel que iguala la oferta (ahorro) a la demanda (inversión) de fondos prestables o, en otros términos, es aquel que equipara la productividad marginal del capital con la compensación que hay que dar a los ahorradores por retrasar su consumo. Este concepto está estrechamente vinculado al de tipo de interés real «natural» utilizado habitualmente en la literatura de ciclos económicos, que se define como aquel coherente con la utilización de todos los recursos productivos en una economía sin ningún tipo de fricciones financieras o reales [Wicksell (1898)]. Este tipo de interés natural mide la rentabilidad asociada al crecimiento potencial de la economía y depende de parámetros fundamentales como el crecimiento de la productividad y de la población o la elasticidad de sustitución intertemporal de los consumidores, que mide su flexibilidad para retrasar su consumo.

La creciente integración comercial y financiera de las últimas décadas ha propiciado que los tipos de interés reales de cada economía estén cada vez más condicionados por los desarrollos internacionales. La progresiva apertura de las economías, con crecientes flujos comerciales y financieros, ha permitido que las economías con necesidades de inversión no cubiertas por su ahorro interno puedan recurrir al exceso de ahorro de otros países, de forma que la financiación fluya hacia los países donde es más rentable, generando ganancias globales. Así, se puede definir un tipo de interés real mundial como aquel que iguala la oferta y la demanda de fondos prestables a escala global. Con esta perspectiva, la evolución de los tipos de interés reales está cada vez más determinada por factores comunes a todos los países que dependen del ahorro y de la inversión mundiales.

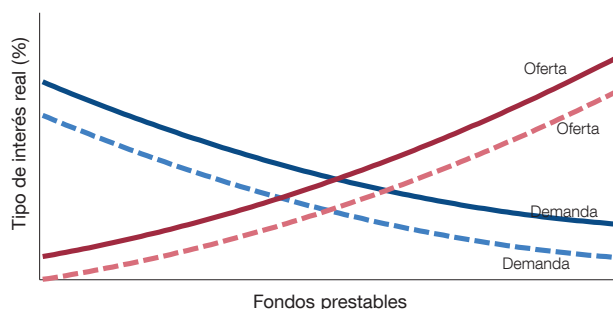
Existe bastante evidencia de que los tipos de interés reales se han ido reduciendo progresivamente desde los años ochenta en la mayoría de las economías avanzadas y emergentes, hasta situarse en niveles muy bajos en la actualidad. La persistencia de esta tendencia y su profundización durante la crisis financiera global han llevado a plantear una serie de cuestiones muy relevantes en diferentes ámbitos [Teulings y Baldwin (2014)]. Por un lado, cabe plantearse en qué medida el hecho de que el tipo de interés natural pueda estar en niveles muy bajos (incluso negativos, si se producen perturbaciones macroeconómicas adversas) dificulta la tarea de la política monetaria para llevar el tipo de interés hacia ese nivel natural en el contexto actual de persistencia de bajas tasas de inflación, que requeriría situar los tipos de interés nominales en valores significativamente negativos [Summers (2014)]. Por otro lado, la permanencia de tipos de interés en niveles excesivamente bajos durante períodos prolongados plantea la cuestión de sus implicaciones para la estabilidad financiera. Por último, cabe preguntarse si esta situación lo que refleja es una reducción sustancial del crecimiento potencial a escala global.

En este contexto, el presente artículo analiza con una perspectiva global los determinantes de esta tendencia, discutiendo hasta qué punto es previsible que se mantenga en el medio y largo plazo. Para ello, en la siguiente sección se hace un repaso de los principales

1 TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN ECONOMÍAS AVANZADAS



2 TIPO DE INTERÉS REAL Y CAMBIOS EN LA OFERTA Y EN LA DEMANDA DE FONDOS PRESTABLES



FUENTES: Blanchard et al. (2014) y Banco de España.

hechos estilizados en la evolución de los tipos de interés reales. En la sección tercera se discuten los determinantes que la literatura ha relacionado con las tendencias observadas, diferenciando entre diversos períodos temporales y destacando la influencia de las economías emergentes, desde comienzos de este siglo, y de otros factores que han actuado a raíz de la crisis financiera global. La sección cuarta discute algunas tendencias de medio y largo plazo que pueden afectar a la evolución futura de los tipos de interés.

La evolución del tipo de interés mundial

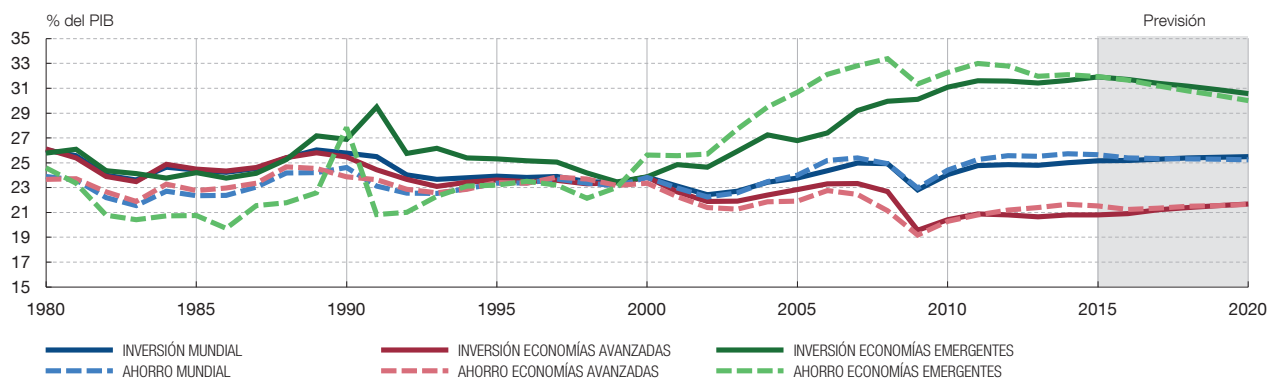
Pese a la relevancia del tipo de interés real para la toma de decisiones de los agentes económicos, no es una variable directamente observable, por lo que a un determinado plazo este se suele aproximar a partir de la rentabilidad nominal de la deuda pública a ese plazo (considerada como el activo seguro de cada economía) menos las expectativas de inflación en ese mismo horizonte¹.

Siguiendo a Blanchard *et al.* (2014), el panel izquierdo del gráfico 1 muestra la evolución del tipo de interés real medio (ponderado por el PIB) de la deuda pública a diez años de las principales economías avanzadas desde 1981. En el gráfico se aprecian dos tendencias destacadas:

- El paulatino descenso del tipo de interés real desde niveles en torno al 5 % a mitad de la década de los ochenta del siglo pasado, hasta situarse alrededor del 2 % al comienzo de la crisis financiera y terminar aproximándose a cero en 2012.
- La reducción de la dispersión entre los tipos de interés de los países considerados en un entorno de mayor integración financiera, lo que refuerza la relevancia de los factores comunes globales en la determinación de los tipos de interés reales de cada país.

De hecho, bajo el supuesto de que existe un elevado grado de integración financiera entre las principales economías mundiales, el tipo de interés real mundial se determinará por el equilibrio entre la oferta (ahorro) y la demanda (inversión) de fondos prestables a escala

¹ Una alternativa es utilizar directamente las rentabilidades de instrumentos de deuda pública indexados a la inflación, pero solo están disponibles para un número reducido de economías y un período muy corto. Además, los mercados de estos activos suelen ser menos líquidos que los de la deuda pública tradicional, por lo que pueden dar lugar a la aparición de primas que complican la interpretación de sus rentabilidades.



FUENTE: Fondo Monetario Internacional, *WEO*, octubre de 2015.

global². En condiciones normales, la oferta de fondos prestables es creciente con el tipo de interés, de modo que sus subidas conllevan aumentos del ahorro y reducciones del consumo (es decir, los efectos sustitución y riqueza —negativos— dominan al efecto renta —positivo— en la decisión de consumir), mientras que la demanda de fondos disminuirá con el tipo de interés, de modo que ascensos del tipo de interés implican descensos de la inversión (véase panel derecho del gráfico 1).

En este marco conceptual, la caída de los tipos de interés reales se podría producir tanto por un desplazamiento a la derecha de la curva de ahorro (los agentes desean ahorrar más a los tipos vigentes) como por un desplazamiento a la izquierda de la inversión mundial (los agentes prefieren invertir menos a los tipos vigentes) o por el efecto combinado de ambos desarrollos. El gráfico 1 ilustra cómo perturbaciones positivas sobre el ahorro mundial se asocian a un descenso de los tipos reales acompañado de aumentos del ahorro y de la inversión mundiales. Asimismo, *shocks* negativos sobre la inversión propiciarían caídas de los tipos de interés reales, al tiempo que el ahorro y la inversión mundiales se reducirían. La combinación simultánea de un aumento de la propensión a ahorrar y de una disminución de la propensión a invertir generaría una caída de los tipos de interés reales y un efecto indeterminado sobre el ahorro y la inversión.

El gráfico 2 muestra la evolución de las tasas de ahorro y de inversión mundiales³, de las economías avanzadas y de las emergentes⁴. En él se aprecian los siguientes hechos estilizados:

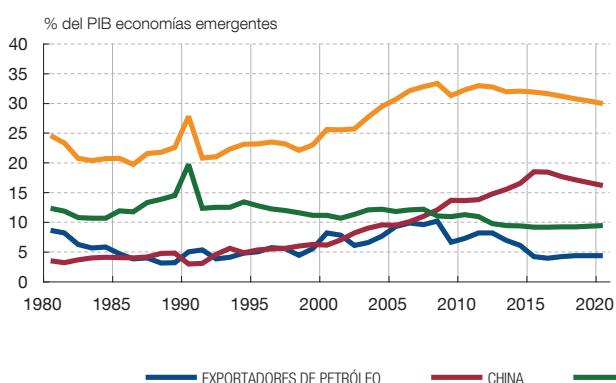
- Una relativa estabilidad de las tasas de ahorro y de inversión mundiales desde los años ochenta, pese a la caída de los tipos de interés observada desde entonces,

2 Pese a que la integración financiera ha ido en aumento hasta la crisis financiera global, a lo largo del período analizado han existido restricciones significativas a la movilidad de los flujos de capital, sobre todo en economías emergentes, de las que China es el mejor exponente. El consenso en la literatura de finanzas internacionales es que las economías avanzadas cuentan con mercados de capital estrechamente interconectados, mientras que la integración de las economías emergentes en el sistema financiero internacional es más reciente y limitada. Por ello, hay que considerar con cautela el supuesto implícito de integración financiera que subyace al marco conceptual en el que el tipo de interés se determina por el equilibrio de la oferta y la demanda mundial de fondos. En la misma línea, un posible efecto colateral de la crisis financiera global es un aumento de la fragmentación financiera, que podría restar relevancia a los factores globales en la determinación del ahorro y de la inversión a escala mundial.

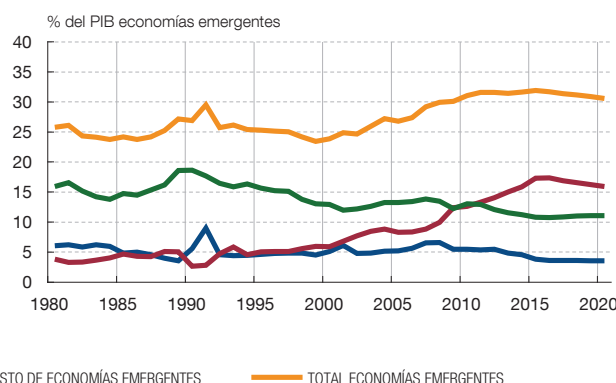
3 Las diferencias entre las tasas de ahorro y de inversión mundiales se deben a discrepancias estadísticas.

4 Las tasas de ahorro y de inversión están calculadas como el ahorro y la inversión nominales, respectivamente, sobre el PIB nominal. No obstante, se habrían producido cambios relevantes en los precios relativos, ya que el de los bienes de inversión respecto al conjunto de la economía presenta una tendencia decreciente, lo que conduciría a una tasa de inversión a precios constantes mayor que la expresada en términos nominales.

1 TASA DE AHORRO



2 TASA DE INVERSIÓN



FUENTE: Fondo Monetario Internacional, WEO, octubre de 2015.

si bien desde finales de los noventa se aprecia una tendencia ligeramente creciente, solo interrumpida durante la crisis financiera global.

- En las economías avanzadas se observó una caída de las tasas de ahorro y de inversión desde el inicio del siglo, que se acentúa tras la crisis financiera global. Desde entonces ha habido una ligera recuperación, hasta tasas cercanas al 21 % en la actualidad.
- Por el contrario, las tasas de ahorro y de inversión de las economías emergentes experimentaron un crecimiento sustancial desde finales de la década de los noventa, tras haber sufrido algunas crisis regionales importantes y coincidiendo con la intensificación del proceso de globalización y con una mayor integración financiera. Tras la crisis, estas ratios se han estabilizado, pero todavía se sitúan por encima del 30 %.
- En los primeros años de este siglo, el incremento del ahorro de las economías emergentes fue muy superior al de la inversión, proporcionando estas economías financiación neta al resto del mundo, al contrario de lo que sugerirían los modelos más simples de localización de las inversiones, donde estas son más escasas. La tasa de ahorro de las economías emergentes se incrementó notablemente después de 2000. En consecuencia, la tasa de ahorro global entre 2000 y 2007 aumentó 1,6 puntos porcentuales (pp), de los cuales 1,5 pp se pueden atribuir al incremento del ahorro de las economías emergentes, 0,8 pp al aumento de su peso en el PIB mundial, y una contribución negativa de -0,7 pp a las economías avanzadas. El aumento del ahorro se ha concentrado en un pequeño número de economías, fundamentalmente China y los exportadores de materias primas (véase gráfico 3).

Determinantes del tipo de interés real mundial

Al ser el tipo de interés real el precio que iguala la demanda y la oferta deseadas de fondos prestables, su evolución viene determinada por los factores que influyen en la propensión de los agentes a ahorrar y a invertir. Existe una abundante literatura teórica y empírica que ha estudiado los determinantes de las decisiones de ahorro e inversión⁵.

⁵ Véanse, por ejemplo, FMI (2014a), Grigoli *et al.* (2014), Bean *et al.* (2015) o las múltiples referencias citadas en estos trabajos.

Entre los factores que explican la evolución del ahorro, cabe distinguir los que están vinculados a factores estructurales y los asociados a las políticas económicas. En el primer grupo, la teoría económica ha destacado el nivel y el crecimiento de la renta, la demografía y la incertidumbre, que lleva a ahorrar por motivos precautorios. Las políticas económicas —por ejemplo, la política fiscal, las características del estado de bienestar, la desigualdad o el nivel de desarrollo financiero, íntimamente ligado a la regulación— también pueden condicionar la evolución del ahorro. Entre los factores determinantes de la inversión, la literatura ha destacado el precio relativo de los bienes de capital, la incertidumbre sobre las rentas futuras, la estructura demográfica, la estructura productiva, el proceso de urbanización y el desarrollo financiero. En este caso, las políticas económicas también pueden desempeñar un papel destacado: de forma directa, a través de la inversión pública y el desarrollo de las infraestructuras y, de forma indirecta, creando un entorno que favorezca la rentabilidad de la inversión privada.

Otros factores también influyen en la evolución del tipo de interés real, además de los determinantes del ahorro y de la inversión. Así, el riesgo relativo de los distintos tipos de activos financieros incide en la rentabilidad del activo seguro. Por su parte, la política monetaria, a través de las expectativas de inflación o de la curva de tipos, afecta a los tipos de interés reales de largo plazo, aunque las potenciales desviaciones inducidas respecto al tipo de interés natural serían transitorias.

La conjunción de determinantes que ha llevado a la caída del tipo de interés real mundial en un contexto de relativa estabilidad en las tasas de ahorro y de inversión mundiales, como muestran los hechos estilizados presentados en la sección anterior, han provocado cierto debate. Estas tendencias serían compatibles con un aumento de la propensión a ahorrar, lo que conllevaría un desplazamiento a la derecha de la oferta de fondos prestables, que discurriese simultáneamente con una disminución de la propensión a invertir, lo que movería a la izquierda de la demanda de fondos (véase gráfico 1). Sin embargo, otras explicaciones son posibles. Así, si la oferta de fondos —es decir, el ahorro— fuera muy poco sensible a los movimientos en el tipo de interés (de forma que efectos sustitución y riqueza se vieran totalmente compensados por el efecto renta), una reducción de la propensión a invertir daría lugar a una caída en el tipo de interés, sin efectos sobre las cantidades intercambiadas. Análogamente, si la inversión fuera insensible a los tipos de interés —como ha podido suceder, en cierta medida, tras la crisis financiera global—, un aumento de la propensión al ahorro provocaría una disminución del tipo real, sin que se alterasen el ahorro y la inversión de equilibrio.

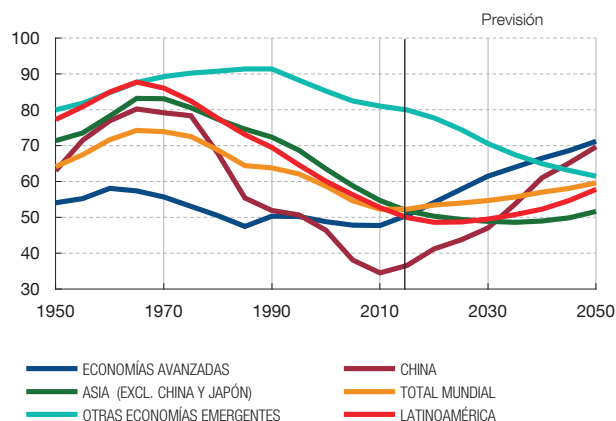
A continuación se hace un repaso de posibles determinantes en la evolución de los tipos de interés reales, atendiendo a los cambios observados en la composición del ahorro y de la inversión entre zonas geográficas y a su evolución temporal.

LOS CAMBIOS
SOCIODEMOGRÁFICOS Y EN LA
INVERSIÓN DE LAS ECONOMÍAS
AVANZADAS (1980-2000)

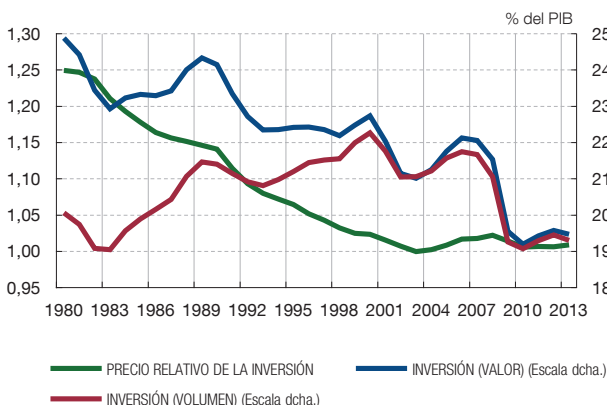
En las dos décadas finales del siglo pasado, las economías avanzadas desempeñaron un papel central en la evolución del ahorro y de la inversión mundiales. La limitada integración financiera a escala global y el reducido peso de las economías emergentes implicaban que la incidencia de estas últimas en las decisiones de ahorro y de inversión globales era escasa. Por tanto, la tendencia común de los tipos de interés reales venía condicionada por el aumento de la disposición a ahorrar y por la disminución de la propensión a invertir en las economías avanzadas.

En la década de los ochenta, en la mayoría de las economías avanzadas continuó la tendencia de aumento de la longevidad y, en algunas de ellas, comenzaron a descender

1 TASA DE DEPENDENCIA



2 PRECIO RELATIVO DE LA INVERSIÓN EN ECONOMÍAS AVANZADAS



FUENTES: Naciones Unidas y Fondo Monetario Internacional (2014a).

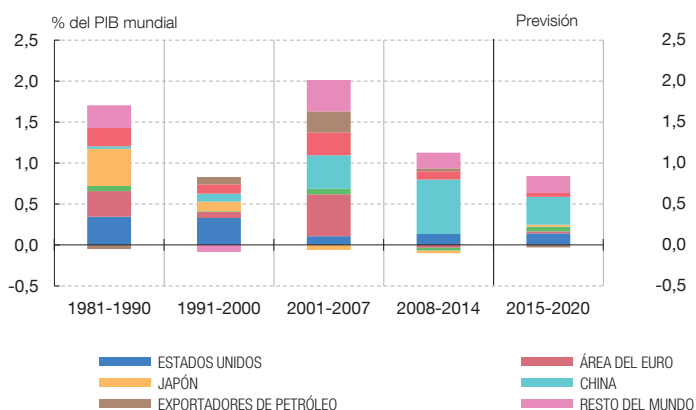
las tasas de fertilidad. En este contexto, aumentó el peso relativo de la población de mediana edad y, por consiguiente, se redujeron las tasas de dependencia⁶ (véase panel izquierdo del gráfico 4). De acuerdo con la teoría del ciclo vital, dicho segmento de la población es el que obtiene mayores rentas salariales y el que presenta una mayor propensión a ahorrar con vistas al período de jubilación, por lo que un aumento de su peso relativo favorece la propensión agregada a ahorrar. Además, el avance tecnológico y el inicio de la globalización habrían incidido en un aumento de la desigualdad salarial, lo que podría haber incrementado la propensión agregada al ahorro, al aumentar la renta de los individuos más ricos, que presentan mayores niveles de ahorro [Bean *et al.* (2015)]. Los trabajadores menos cualificados han sufrido una erosión de su renta relativa en las economías avanzadas, derivada del cambio que han supuesto la automatización de muchas tareas regulares y un mayor consumo de bienes realizados con la abundante mano de obra procedente de las economías emergentes. A ello se unió la creciente incertidumbre sobre la sostenibilidad del Estado del Bienestar, lo que propició un aumento de la protección individual. En sentido contrario, el proceso de desregulación financiera habría contribuido a eliminar restricciones de liquidez, limitando el aumento de la disposición a ahorrar.

Entre los factores que contribuyeron al descenso de la propensión a invertir en el período 1980-2000, cabe destacar la transformación de la estructura productiva de las economías avanzadas, con un peso creciente de los servicios financieros y de los servicios a empresas en detrimento de las actividades manufactureras, y el descenso del precio relativo de los bienes de inversión (véase panel derecho del gráfico 4)⁷. En efecto, en la medida en que el contenido inversor de las ramas de servicios es más reducido que en la industria, el desplazamiento de la actividad hacia los servicios contribuyó a reducir la tasa de inversión en las economías avanzadas, si bien la evidencia disponible sugiere que este efecto composición tiene una relevancia cuantitativa limitada [OCDE (2015)]. Por otro lado, el precio relativo de los bienes de inversión mantuvo una tendencia descendente como resultado del progreso tecnológico incorporado en este tipo de bienes, que se ha ido

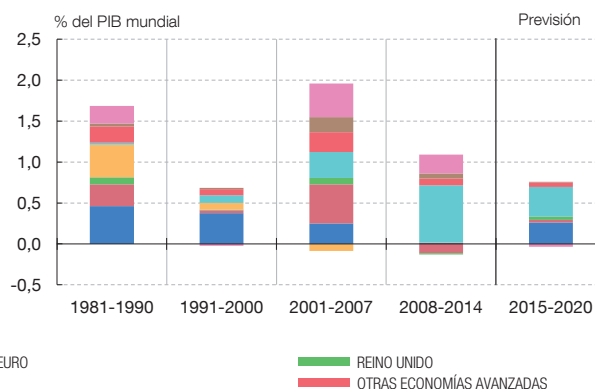
⁶ Ratio de población menor de 15 años y mayor de 64 respecto a la población de entre 15 y 64 años.

⁷ Véase Berganza *et al.* (2015) para un análisis de los factores que explican la debilidad de la inversión en las economías avanzadas.

1 CAMBIOS EN EL AHORRO MUNDIAL



2 CAMBIOS EN LA INVERSIÓN MUNDIAL



FUENTE: Fondo Monetario Internacional, WEO, octubre de 2015.

traduciendo en un aumento paulatino de su eficiencia. Así, a pesar de que este desarrollo favoreció el crecimiento de la inversión en términos reales, la demanda nominal de fondos para invertir en relación con el PIB disminuyó⁸. A todo ello, se le unió la tendencia de la reducción de la inversión pública en las economías avanzadas [FMI (2014b)].

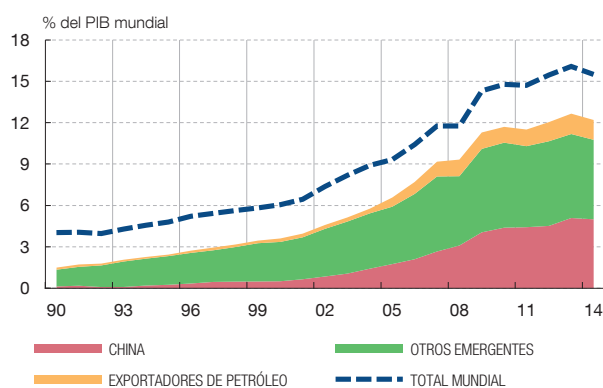
LA CRECIENTE RELEVANCIA DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES (2000-2007)

Como se mencionó en la sección segunda, entre 2000 y 2007 las economías emergentes, en un entorno de globalización y creciente integración financiera, contribuyeron de manera decisiva al aumento del ahorro y de la inversión mundiales, cobrando un papel cada vez más relevante en la evolución de los tipos de interés reales a escala global. El gráfico 5 muestra que, por un lado, China, junto con los exportadores de petróleo, ha sido el mejor exponente de este patrón y, por otro lado, los cambios en el ahorro han sido de mayor magnitud que en la inversión, generándose una capacidad de financiación neta por parte de los emergentes. De hecho, Bernanke (2005) señaló como principal determinante de la reducción del tipo de interés real el «exceso de ahorro» de las economías emergentes.

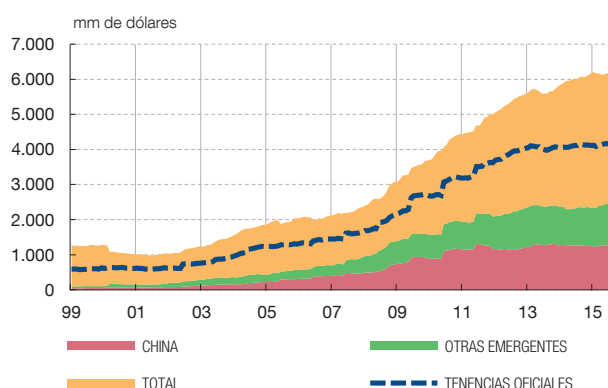
La evidencia empírica disponible sugiere que el crecimiento económico sostenido en las economías emergentes fue el principal determinante del incremento en la tasa de ahorro en este período [FMI (2014a)]. Los determinantes de la evolución del ahorro en China, que supone aproximadamente la mitad del ahorro de las economías emergentes, influyen decisivamente en el comportamiento del ahorro global. Así, Bean *et al.* (2015) consideran que la combinación de la política de un único hijo con la limitada protección social habría impulsado sustancialmente el ahorro. Asimismo, el escaso desarrollo financiero y la protección de las empresas públicas favorecieron la acumulación de beneficios no distribuidos. Por otro lado, la estrategia de desarrollo económico también podría haber desempeñado un papel en la determinación del ahorro. En este sentido, la política cambiaria de China a lo largo de todo ese período tuvo como objetivo mantener el tipo de cambio del *renminbi* con el dólar relativamente estable e infravalorado, contrarrestando las presiones a su apreciación, con el fin de estimular las exportaciones y, a través de ellas, el crecimiento económico. Ello favoreció la generación de superávits por cuenta corriente muy elevados. El desarrollo de esta estrategia requirió de restricciones a los

⁸ Problemas relacionados con la medición de la inversión derivados, por ejemplo, de la importancia creciente de los activos intangibles y su posible infravaloración en términos de contabilidad nacional limitarían el descenso de la tasa de inversión observada.

1 RESERVAS INTERNACIONALES



2 TENENCIAS DE BONOS DEL TESORO DE EEUU POR PARTE DE EXTRANJEROS



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y US Department of the Treasury.

movimientos de capitales, limitando el desarrollo financiero y propiciando una ingente acumulación de reservas internacionales.

Por otra parte, el aumento en los precios del petróleo y de otras materias primas desde 2003, en un contexto de fuerte crecimiento de la economía mundial, dio lugar a un incremento del ahorro de los países exportadores de materias primas. Un argumento adicional para explicar la acumulación de reservas por parte de las economías emergentes es que, tras las crisis financieras de los años noventa, se produjo una tendencia al autoaseguramiento ante posibles crisis futuras, dado el limitado desarrollo institucional de redes de protección global o regional.

El aumento de las reservas exteriores de China y de otras economías emergentes (al igual que las inversiones de los fondos de riqueza soberana de algunos exportadores de petróleo —véase panel izquierdo del gráfico 6—) se materializó, en su mayoría, en instrumentos financieros de renta fija denominados en dólares, contribuyendo a financiar el elevado déficit por cuenta corriente de Estados Unidos. Y el reducido desarrollo de los mercados financieros de las economías emergentes, junto con la limitada oferta de activos seguros, ayuda a explicar este fenómeno [Caballero (2006)]. Así, las tenencias extranjeras de bonos del Tesoro estadounidense aumentaron considerablemente después de 2000, debido en buena medida al aumento de las tenencias oficiales de estas economías emergentes (véase panel derecho del gráfico 6). Este fenómeno ayuda a explicar la reducción del tipo de interés real [Warnock y Warnock (2009), Bernanke *et al.* (2004), Beltran *et al.* (2013)], así como el aumento de la prima de riesgo bursátil (*equity Premium*), que podría estar asociado a la recomposición de carteras hacia los instrumentos de renta fija.

EL IMPACTO DE LA CRISIS
FINANCIERA GLOBAL
(2008-2015)

A raíz de la crisis financiera global, diversos factores de carácter más o menos transitorio han continuado presionando a la baja los tipos de interés reales. Por un lado, las políticas monetarias no convencionales se han orientado a reducir los tipos de interés a largo plazo, dado el escaso margen de actuación en los tipos a corto. En concreto, las compras de bonos soberanos por parte de los principales bancos centrales han tenido un efecto composición sobre la cartera de los inversores, reduciendo la rentabilidad de los activos seguros y aumentando la prima de los activos con riesgo.

Por otro lado, las crisis financieras tienden a contraer la propensión a invertir, como resultado principalmente de las limitaciones en la oferta de financiación y de unas perspectivas más inciertas [Berganza *et al.* (2015)]. La evidencia empírica encuentra que, tres años después del inicio de una crisis, la ratio de inversión sobre el PIB se reduce entre 3 pp y 3,5 pp [FMI (2014a)]. Este impacto se corresponde aproximadamente con la contracción observada en la tasa de inversión de los países desarrollados tras la crisis financiera global. Además, en el área del euro y en Japón, quizás por ser más dependientes de la financiación bancaria, la recuperación de la inversión empresarial está siendo más lenta que en Estados Unidos o en Reino Unido, y todavía se sitúa por debajo del nivel previo a la crisis. Finalmente, los países que han tenido que consolidar sus balances públicos tras la crisis han utilizado en mayor o menor medida la inversión pública como partida de ajuste.

La crisis propició también un aumento de la propensión a ahorrar del sector privado por motivo precaución. En primer lugar, por el deterioro en las expectativas de renta y la mayor incertidumbre; además, las políticas de ajuste fiscal resultaron en algunos casos en limitaciones al Estado del Bienestar y, en particular, a las pensiones públicas, todo lo cual condujo a un aumento del ahorro privado. Por otro lado, en un contexto de elevado endeudamiento de empresas y familias en algunas economías desarrolladas, la caída del precio de los activos tras la crisis obligó a los agentes privados a aumentar su tasa de ahorro para reducir los desajustes en sus balances y aumentar su capacidad de autofinanciarse, ante la escasez de crédito. En paralelo, el sector financiero ha tenido que reducir su apalancamiento y aumentar los recursos destinados a la creación de colchones que prevengan el surgimiento de crisis y reduzcan su coste en caso de que se produzcan. Estos cambios se han correspondido, en términos agregados, con un significativo avance en el proceso de desendeudamiento de estas economías desde 2009 y con la moderación del crédito destinado a financiar la inversión. También la consolidación fiscal ha contribuido al aumento del ahorro público en numerosas economías.

Finalmente, los cambios en la distribución de la renta y de la riqueza también han podido impulsar la propensión a ahorrar. La mayor desigualdad en la renta, ya observada en las economías avanzadas desde los años ochenta, se habría acentuado en algunos países tras la crisis por el aumento y la persistencia de las tasas de desempleo y la mayor dispersión salarial.

Perspectivas en el medio y largo plazo

A medida que se vaya afianzando la recuperación de la economía mundial, los efectos de la crisis financiera sobre las propensiones a ahorrar y a invertir —en parte, ligados al proceso de desendeudamiento— deberían ir cediendo, favoreciendo una cierta recuperación del tipo de interés real. La política monetaria impulsará un aumento del tipo de interés nominal conforme las brechas de producción se vayan cerrando y la inflación vaya en aumento. No obstante, la aplicación de los acuerdos de Basilea III sobre ratios de capital y de liquidez aumentará la demanda de activos seguros por parte de las instituciones financieras en los próximos años, presionando a la baja sobre el tipo de interés real.

A medio plazo, la propensión a ahorrar podría disminuir por las políticas de reorientación interna de la economía de China y por la eventual prolongación del entorno de precios reducidos del petróleo. Las autoridades chinas están inmersas en una estrategia para alcanzar un crecimiento más equilibrado, que incluye mejoras en la protección social, el desarrollo financiero y la liberalización de los flujos transfronterizos, todo lo cual debería reducir la tasa de ahorro por motivo de precaución y por restricciones de liquidez. No obstante, si las reformas llevaran a una liberalización amplia de la cuenta de capital, el

elevado volumen de ahorro de China incidiría en mayor medida en el tipo de interés real mundial. Por otro lado, la propensión global a ahorrar tenderá a disminuir si los precios de las materias primas se mantienen en los reducidos niveles actuales, ya que la propensión al consumo de los importadores de petróleo tiende a ser mayor que la de los exportadores. En cuanto a la inversión en las economías emergentes, la ralentización del crecimiento potencial respecto a la etapa previa a la crisis financiera global conllevará una menor inversión en infraestructuras asociada al proceso de industrialización y urbanización.

Más a largo plazo, hay una gran coincidencia en que existen dos factores de naturaleza real que serán relevantes en la evolución del ahorro y de la inversión a escala global: la demografía y los cambios tecnológicos.

El aumento de la esperanza de vida y el descenso en la tasa de fertilidad son tendencias comunes en economías avanzadas y emergentes, aunque con una evolución temporal algo diferente, que tenderán, en cualquier caso, a reducir la disposición a ahorrar. Mientras que en los países desarrollados el envejecimiento de la población se inició en los años ochenta, en muchas economías emergentes está comenzando en la actualidad, especialmente en Asia. En el estadio inicial del proceso de envejecimiento, aumenta la propensión global a ahorrar, al incrementarse la franja de población de mediana edad que ahorra para financiar períodos de jubilación cada vez más extensos. En fases más avanzadas, al aumentar el peso relativo de la población de mayor edad, tenderá a caer la propensión al ahorro, al tiempo que el ahorro público tenderá a reducirse por la presión presupuestaria sobre la sanidad y los sistemas públicos de pensiones. Estas tendencias se reflejan claramente en la evolución de la tasa de dependencia, como señalan las proyecciones de la ONU a 2050 sobre la composición de la población por áreas geográficas (véase panel izquierdo del gráfico 4).

La reducción de la población en edad de trabajar inherente a este proceso influirá también en la evolución de la propensión a invertir. En principio, la disminución de la fuerza laboral podría generar un aumento de salarios y un efecto sustitución de trabajo por capital, de forma que se intensificaran los procesos productivos con una mayor inversión. Sin embargo, la evidencia empírica sugiere una relación positiva entre ambos factores productivos a escala agregada, de forma que no cabría esperar una presión al alza sobre la tasa de inversión en el futuro.

Estas tendencias al envejecimiento de la población y de la fuerza laboral pueden moderarse parcialmente con decisiones como las adoptadas en algunos países europeos de retrasar la edad de jubilación para potenciar la sostenibilidad de sus sistemas de seguridad social. Posiblemente serán más relevantes las eventuales acciones de política económica de países como China, dado su mayor peso en el escenario global. En esa dirección cabe destacar el reciente anuncio de eliminar la política del único hijo por familia, con el fin de favorecer la tasa de natalidad.

Por otro lado, la evolución de la productividad total de los factores, que mide el grado de avance tecnológico de las economías, incide destacadamente sobre la propensión a invertir y representa, por tanto, un segundo factor decisivo para determinar la evolución del tipo de interés real a largo plazo. En este sentido, hay un debate sobre el nivel de innovación que pueden deparar las próximas décadas. Por un lado, Gordon (2015) ha argumentado que, en el mejor de los casos, Estados Unidos seguirá presentando tasas de cambio tecnológico tan reducidas como las observadas desde 1980 —alrededor del 0,6% anual—, muy inferiores a las del período 1920-1970, en el que se incorporaron muchos

	2010-2014	2014-2024	2024-2060
OCDE	1,0	0,9	0,6
Estados Unidos	1,0	0,9	0,7
Área del euro	1,0	0,9	0,6
Economías emergentes (a)	0,9	0,8	0,5

FUENTE: *OECD Economic Outlook - Long-term baseline projections*.

a Brasil, China, India, Indonesia, Rusia y Sudáfrica.

de los avances de la segunda revolución industrial. En sentido opuesto, otros autores defienden que la interacción entre ciencia y tecnología supondrá un nuevo impulso al progreso, a través de industrias como las tecnologías de la información y las telecomunicaciones, la biotecnología o la robótica, actividades que, en cualquier caso, todavía no están bien recogidas en la medición del PIB [Mokyr (2014)]. Con una perspectiva internacional, hay que considerar que los países europeos, en promedio, no han superado las cifras de progreso tecnológico de Estados Unidos en las últimas décadas y que gran parte de los avances en los países emergentes procede de incorporar innovaciones de los países más avanzados tecnológicamente. El cuadro 1 recoge las previsiones a largo plazo de la OCDE sobre crecimiento de la productividad que están más alineadas con la primera hipótesis.

En consecuencia, la normalización de las políticas monetarias, el cambio de modelo de crecimiento de algunos países emergentes y las tendencias socio-demográficas y de productividad apuntarían a una recuperación gradual de los tipos de interés reales, en un horizonte de medio plazo, aunque con una elevada incertidumbre, tanto en cuanto a la magnitud de la subida como en cuanto a su perfil temporal. A más largo plazo, esta tendencia podría atenuarse en un contexto de limitado avance tecnológico, que no dinamice la inversión, o de reducción de la inversión en las economías emergentes más intensa de lo esperado.

14.12.2015.

BIBLIOGRAFÍA

BEAN, C. R., C. BRODA, T. ITO y R. KROSZNER (2015). «Low for Long? Causes and Consequences of Persistently Low Interest Rates», *Geneva Report on the World Economy*, 17, Ginebra (ICMB) y Londres (CEPR Press).

BELTRÁN, D. O., M. KRETCHMER, J. MÁRQUEZ y C. P. THOMAS (2013). «Foreign Holdings of U.S. Treasuries and U.S. Treasury Yields», *Journal of International Money and Finance*, 32 (1), pp. 1120-1143.

BERGANZA, J. C., M. ROMERO, T. SASTRE, P. BURRIEL y M. FOLCH (2015). «La debilidad de la inversión empresarial en las economías desarrolladas», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España.

BERNANKE, B. S. (2005). «The global saving glut and the U.S. current account deficit», *Sandridge Lecture*, Virginia Association of Economists, 14 de abril.

BERNANKE, B., V. REINHART y B. SACK (2004). *Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment*, Finance and Economics Discussion Series Working Paper, n.º 48, Federal Reserve Board, Washington, DC.

BLANCHARD, O. J., D. FURCERI y A. PESCATORI (2014). «A Prolonged Period of Low Interest Rates?», en C. Teulings y R. Baldwin (eds.), *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, A VoxEU.org eBook.

CABALLERO, R. J. (2006). *On the Macroeconomics of Asset Shortages*, NBER Working Papers, n.º 12753.

FMI (2014a). «Prospective on Global Real Interest Rates», capítulo 3, en *World Economic Outlook*, abril.

— (2014b). «Is It Time for an Infrastructure Push? The Macroeconomic Effects of Public Investment», capítulo 3, en *World Economic Outlook*, octubre.

GORDON, R. (2015). *US Economic Growth is Over: The Short Run Meets the Long Run*, mimeo.

GRIGOLI, F., A. HERMAN y K. SCHMIDT-HEBBEL (2014). *World Saving*, IMF Working Papers, 14/204, International Monetary Fund.

MOKYR, J. (2014). «Secular stagnation? Not in your life», en C. Teulings y R. Baldwin (eds.), *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, A VoxEU.org eBook.

- OCDE (2015). «Lifting investment for higher sustainable growth», cap. 3, *Economic Outlook*, v. 2015/1.
- SUMMERS, L. H. (2014). «US economic prospects: Secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound», *Business Economics*, 49 (2), pp. 65-73.
- TEULINGS, C., y R. BALDWIN (2014). «Introduction», en C. Teulings y R. Baldwin (eds.), *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, A VoxEU.org eBook.
- WARNOCK, F., y V. WARNOCK (2009). «International Capital Flows and U.S. Interest Rates», *Journal of International Money and Finance*, 28 (6), pp. 903-919.
- WICKSELL, K. (1898). «The Influence of the Rate of Interest on Commodity Prices», en E. Lindahl (ed.), *Selected Papers on Economic Theory by Knut Wicksell* (1958), pp. 67-92.

ÍNDICE

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

PRINCIPALES MACROMAGNITUDES

- 1.1 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2010 = 100.
Componentes de la demanda. España y zona del euro 4*
- 1.2 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2010 = 100.
Componentes de la demanda. España: detalle 5*
- 1.3 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2010 = 100.
Ramas de actividad. España 6*
- 1.4 PIB. Deflatores implícitos. España 7*

ECONOMÍA INTERNACIONAL

- 2.1 PIB a precios constantes. Comparación internacional 8*
- 2.2 Tasas de paro. Comparación internacional 9*
- 2.3 Precios de consumo. Comparación internacional 10*
- 2.4 Tipos de cambio bilaterales e índices del tipo de cambio efectivo nominal y real del euro, del dólar estadounidense y del yen japonés 11*
- 2.5 Tipos de intervención de los bancos centrales y tipos de interés a corto plazo en mercados nacionales 12*
- 2.6 Rendimientos de la deuda pública a diez años en mercados nacionales 13*
- 2.7 Mercados internacionales. Índice de precios de materias primas no energéticas. Precios del petróleo y del oro 14*

DEMANDA NACIONAL Y ACTIVIDAD

- 3.1 Indicadores de consumo privado. España y zona del euro 15*
- 3.2 Encuesta de inversiones en la industria (excepto construcción).
España 16*
- 3.3 Construcción. Indicadores de obras iniciadas y consumo de cemento.
España 17*
- 3.4 Índice de producción industrial. España y zona del euro 18*
- 3.5 Encuesta de coyuntura industrial: industria y construcción. España y zona del euro (CNAE 2009) 19*
- 3.6 Encuesta de coyuntura industrial: utilización de la capacidad productiva.
España y zona del euro (CNAE 2009) 20*
- 3.7 Diversas estadísticas de turismo y transporte. España 21*

MERCADO DE TRABAJO

- 4.1 Población activa. España 22*
- 4.2 Ocupados y asalariados. España y zona del euro 23*
- 4.3 Empleo por ramas de actividad. España 24*
- 4.4 Asalariados por tipo de contrato y parados por duración. España 25*
- 4.5 Paro registrado por ramas de actividad. Contratos y colocaciones.
España 26*
- 4.6 Convenios colectivos. España 27*
- 4.7 Encuesta trimestral de coste laboral 28*
- 4.8 Costes laborales unitarios. España y zona del euro 29*

PRECIOS	5.1	Índice de precios de consumo. España. Base 2011=100	30*
	5.2	Índice armonizado de precios de consumo. España y zona del euro. Base 2005=100	31*
	5.3	Índice de precios industriales. España y zona del euro. Base 2010=100	32*
	5.4	Índices del valor unitario del comercio exterior de España	33*
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS	6.1	Administraciones Públicas. Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	34*
	6.2	Administraciones Públicas. Deuda según el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE)	35*
	6.3	Estado. Recursos y empleos según la Contabilidad Nacional. España	36*
	6.4	Estado. Operaciones financieras. España ¹	37*
	6.5	Estado. Deuda según el Protocolo de Déficit Excesivo. España ¹	38*
	6.6	Comunidades Autónomas. Capacidad (+) o Necesidad (-) de financiación	39*
BALANZA DE PAGOS, COMERCIO EXTERIOR Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL	7.1	Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen y detalle de la cuenta corriente ¹ (BE)	40*
	7.2	Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de la cuenta financiera (BE)	41*
	7.3	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Exportaciones y expediciones	42*
	7.4	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Importaciones e introducciones	43*
	7.5	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Distribución geográfica del saldo comercial	44*
	7.6	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen ¹ (BE)	45*
	7.7	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de inversiones ¹ (BE)	46*
	7.8	Activos de reserva de España ¹ (BE)	47*
	7.9	Deuda externa de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen ¹ (BE)	48*
	8.1	Balance consolidado del Eurosistema (A) y Balance consolidado del Banco de España (B). Préstamo neto a las entidades de crédito y sus contrapartidas (BE)	49*
	8.2	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras y los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	50*
MAGNITUDES FINANCIERAS	8.3	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras, residentes en España (BE)	51*
	8.4	Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	52*
	8.5	Financiación a los sectores no financieros, residentes en España (BE)	53*
	8.6	Financiación a las sociedades no financieras, residentes en España (BE)	54*
	8.7	Financiación a los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	55*

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

TIPOS DE INTERÉS E ÍNDICES
DE COMPETITIVIDAD

- 8.8 Financiación bruta a las Administraciones Públicas, residentes en España (BE) 56*
- 8.9 Crédito de entidades de crédito y establecimientos financieros de crédito a otros sectores residentes. Detalle por finalidades 57*
- 8.10 Cuenta de resultados de entidades de depósito, residentes en España (BE) 58*
- 8.11 Fondos de inversión en valores mobiliarios, residentes en España: detalle por vocación 59*
- 8.12 Índices de cotización de acciones y contratación de mercados. España y zona del euro 60*
- 8.13 Otras entidades financieras: balance financiero consolidado 61*

- 9.1 Tipos de interés. Eurosistema y Mercado de dinero. Zona del euro y segmento español (BE) 62*
- 9.2 Tipos de interés. mercados de valores españoles a corto y a largo plazo¹ (BE) 63*
- 9.3 Tipos de interés de nuevas operaciones. Entidades de crédito y establecimientos financieros de crédito. (CBE 4/2002)¹ (BE) 64*
- 9.4 Índices de competitividad de España frente a la UE 28 y a la zona del euro 65*
- 9.5 Índices de competitividad de España frente a los países desarrollados y a los países industrializados 66*

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

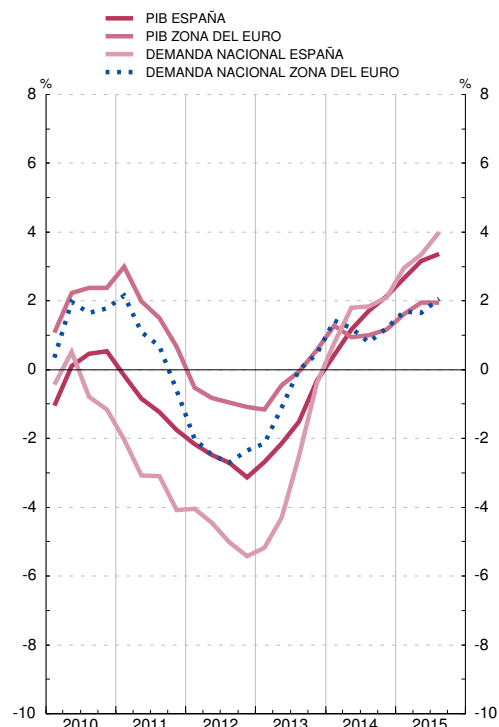
1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2010=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

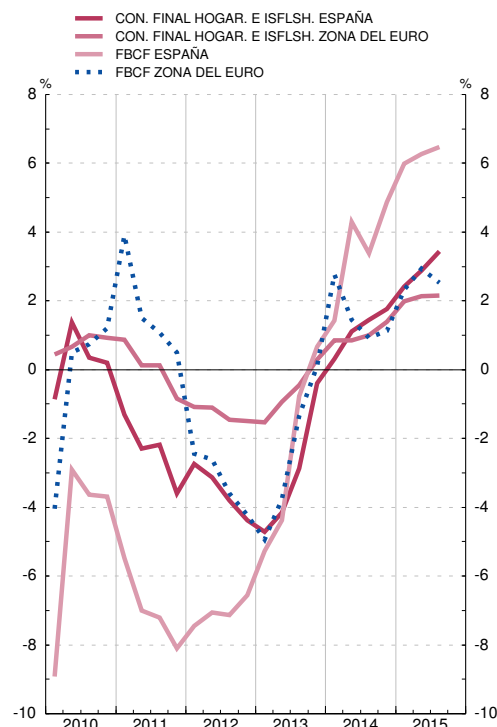
Tasas de variación interanual

		PIB		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH		Consumo final de las AAPP		Formación bruta de capital fijo		Demanda nacional		Exportaciones de bienes y servicios		Importaciones de bienes y servicios		Pro memoria: PIB pm precios corrientes (g)	
		España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro (c)	España	Zona del euro (d)	España	Zona del euro	España (e)	Zona del euro	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
12	P	-2,6	-0,8	-3,5	-1,3	-4,5	-0,2	-7,1	-3,2	-4,7	-2,4	1,1	2,7	-6,2	-0,9	1 043	9 780
13	P	-1,7	-0,3	-3,1	-0,7	-2,8	0,2	-2,5	-2,5	-3,1	-0,7	4,3	2,2	-0,3	1,3	1 031	9 881
14	A	1,4	1,1	1,2	1,0	-0,0	1,0	3,5	1,6	1,6	1,2	5,1	4,4	6,4	4,8	1 041	10 078
12 / IV	P	-3,1	-1,1	-4,4	-1,5	-5,8	-0,4	-6,6	-4,2	-5,4	-2,4	2,2	2,4	-5,5	-0,5	258	2 446
13 /	P	-2,7	-1,2	-4,7	-1,5	-4,7	-0,1	-5,3	-4,9	-5,2	-2,1	3,2	1,6	-5,1	-0,6	258	2 450
13 /	P	-2,1	-0,5	-4,2	-0,9	-3,7	0,1	-4,4	-3,8	-4,3	-1,1	7,0	2,1	-0,2	0,7	258	2 468
13 /	P	-1,5	-0,1	-2,9	-0,4	-2,2	0,3	-0,8	-1,4	-2,5	-0,0	3,6	1,8	0,6	2,0	257	2 476
13 /	P	-0,3	0,6	-0,4	0,3	-0,5	0,5	0,7	0,1	-0,4	0,5	3,5	3,2	3,6	3,1	258	2 486
14 /	A	0,4	1,3	0,3	0,8	-0,0	0,8	1,4	2,8	0,8	1,4	4,6	4,0	6,2	4,6	258	2 505
14 /	A	1,2	0,9	1,1	0,9	0,2	1,0	4,3	1,4	1,8	1,2	2,8	3,7	5,2	4,6	259	2 509
14 /	A	1,7	1,0	1,4	1,0	0,2	1,1	3,4	0,9	1,8	0,8	6,4	4,9	7,3	4,7	261	2 524
14 /	A	2,1	1,2	1,8	1,4	-0,5	1,2	4,9	1,1	2,1	1,2	6,5	5,0	6,8	5,4	263	2 540
15 /	A	2,7	1,6	2,4	2,0	1,3	1,6	6,0	2,3	3,0	1,7	5,9	5,9	7,2	6,4	266	2 572
15 /	A	3,2	1,9	2,9	2,1	2,1	1,6	6,3	2,9	3,3	1,6	6,2	6,5	7,0	6,2	269	2 591
15 /	A	3,4	1,9	3,4	2,1	3,0	1,9	6,5	2,5	4,0	2,1	5,6	5,0	7,7	5,6	272	2 607

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 2010) y Eurostat.

a. Series corregidas de efectos estacionales y de calendario. España: elaborado según el SEC2010; zona del euro: elaborado según el SEC2010. b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo. 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.

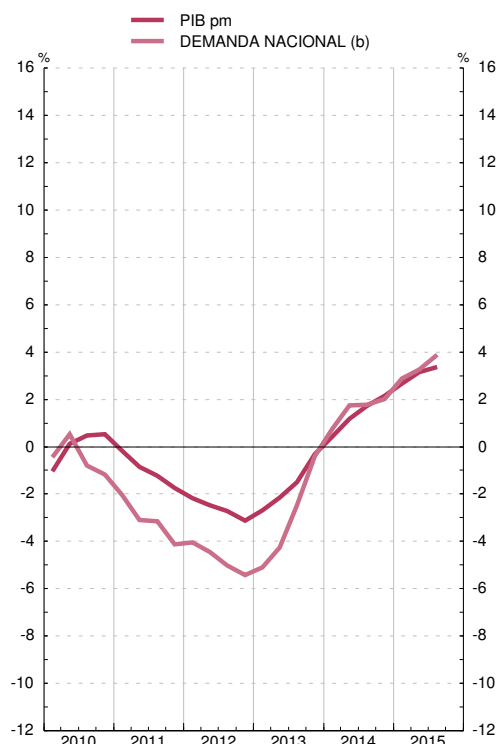
1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2010=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

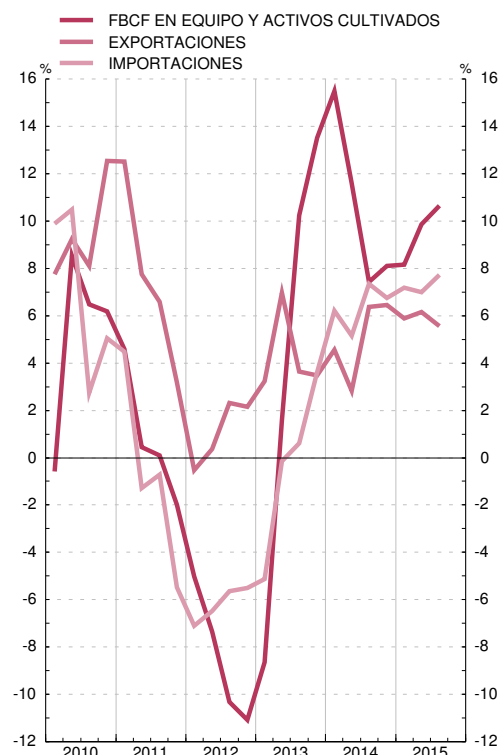
Tasas de variación interanual

		Formación bruta de capital fijo					Variación de existencias (b)	Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios				Pro memoria		
		Total	Activos fijos materiales			Activos fijos inmateriales		Total	Bienes	Servicios	Del cual	Total	Bienes	Servicios	Del cual	Demanda nacional (b) (c)	PIB	
			Total	Construcción	Bienes de equipo y activos cultivados													Consumo final de no residentes en territorio económico
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
12	P	-7,1	-8,3	-8,3	-8,4	1,8	-0,3	1,1	1,3	0,6	-0,6	-6,2	-6,1	-6,7	-7,5	-4,7	-2,6	
13	P	-2,5	-3,4	-7,1	3,9	2,9	-0,2	4,3	6,4	-0,6	3,3	-0,3	0,8	-5,7	1,3	-3,1	-1,7	
14	A	3,5	3,7	-0,2	10,5	2,1	0,3	5,1	4,5	6,4	4,3	6,4	6,7	4,5	8,4	1,6	1,4	
12 / IV	P	-6,6	-7,7	-6,0	-11,1	1,2	-0,3	2,2	4,2	-2,5	-2,5	-5,5	-5,4	-6,0	-9,2	-5,4	-3,1	
13 /	P	-5,3	-6,2	-5,0	-8,6	0,8	-0,2	3,2	6,0	-3,1	1,1	-5,1	-5,3	-4,1	-2,9	-5,1	-2,7	
II	P	-4,4	-5,5	-9,1	1,6	2,3	-0,2	7,0	10,7	-1,4	2,9	-0,2	0,8	-5,2	-3,0	-4,2	-2,1	
III	P	-0,8	-1,5	-7,5	10,2	3,7	-0,3	3,6	5,5	-0,8	2,7	0,6	2,4	-8,0	3,0	-2,5	-1,5	
IV	P	0,7	-0,0	-6,9	13,5	4,8	-0,3	3,5	3,7	2,9	6,8	3,6	5,5	-5,4	8,4	-0,4	-0,3	
14 /	A	1,4	1,0	-6,5	15,5	3,9	0,2	4,6	3,4	7,5	5,5	6,2	6,6	4,2	6,6	0,7	0,4	
II	A	4,3	4,7	0,8	11,6	1,8	0,3	2,8	2,5	3,8	4,9	5,2	5,2	4,7	9,8	1,8	1,2	
III	A	3,4	3,6	1,3	7,4	2,2	0,3	6,4	6,0	7,2	3,7	7,3	7,4	6,9	12,0	1,8	1,7	
IV	A	4,9	5,6	4,1	8,1	0,7	0,1	6,5	6,2	7,1	3,3	6,8	7,6	2,2	5,2	2,0	2,1	
15 /	A	6,0	7,0	6,2	8,2	0,8	0,1	5,9	5,5	6,9	3,3	7,2	7,3	6,4	10,6	2,9	2,7	
II	A	6,3	7,2	5,5	9,9	1,0	-0,1	6,2	5,7	7,2	2,8	7,0	7,4	5,2	11,6	3,3	3,2	
III	A	6,5	7,5	5,5	10,6	0,8	0,0	5,6	4,1	9,1	3,3	7,7	7,1	11,1	13,1	3,9	3,4	

PIB. DEMANDA INTERNA
Tasas de variación interanual



PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2010).

a. Elaborado según el SEC2010, series corregidas de efectos estacionales y de calendario.

b. Aportación al crecimiento del PIB pm.

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

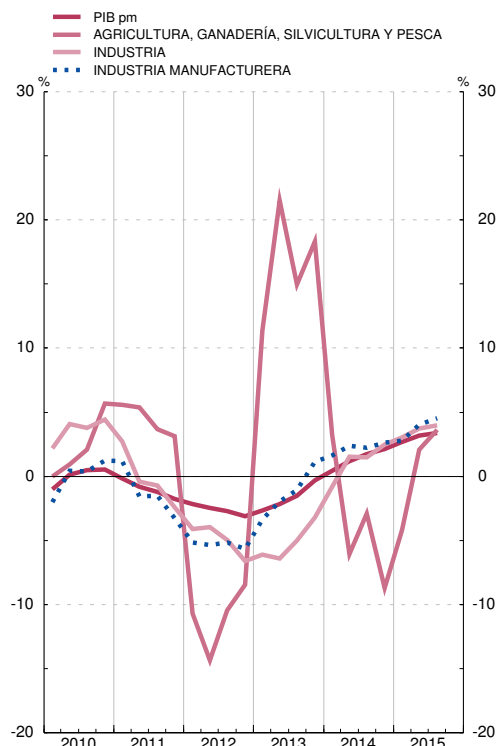
1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2010=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

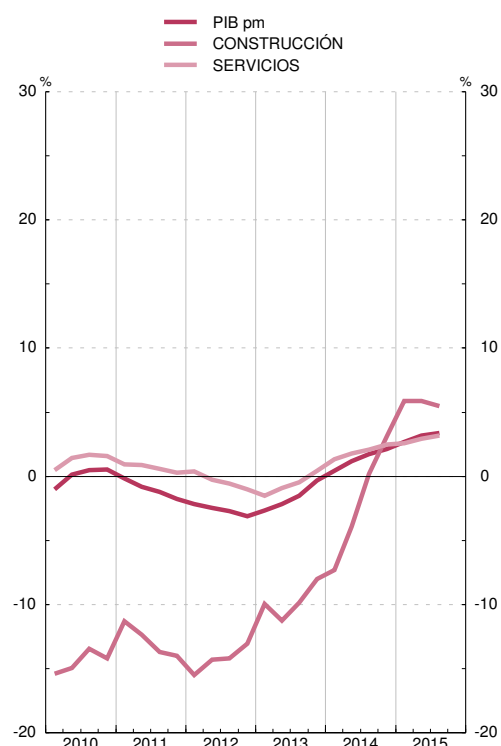
Tasas de variación interanual

		Producto interior bruto a precios de mercado	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Industria		Construcción	Servicios								Impuestos netos sobre los productos
				Total	Industria manufac- turera		Total	Comercio, transporte y hos- telería	Informa- ción y comu- nicaciones	Activa- danzas financie- ras y de seguros	Activa- danzas inmo- biliarias	Activa- danzas profesio- nales	Adminis- tración Pública, Sanidad y Educación	Actividades de artísti- cas, recre- ativas y otros ser- vicios	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
12	P	-2,6	-11,0	-4,9	-5,3	-14,3	-0,4	-0,6	2,2	-3,6	2,0	-1,3	-0,8	-1,4	-4,4
13	P	-1,7	16,5	-5,2	-1,4	-9,8	-0,6	0,1	0,7	-7,8	1,6	-1,9	-1,1	-0,7	-2,9
14	A	1,4	-3,7	1,2	2,2	-2,1	1,9	3,2	4,7	-1,0	1,2	3,4	-0,4	4,4	0,8
12 / IV	P	-3,1	-8,5	-6,6	-5,7	-13,0	-1,0	-1,2	2,1	-4,4	2,1	-3,4	-1,3	-2,5	-4,4
13 / II III IV	P	-2,7	11,4	-6,1	-3,4	-9,9	-1,5	-1,5	-0,8	-7,9	2,1	-3,3	-1,6	-2,4	-4,1
	P	-2,1	21,5	-6,4	-2,0	-11,3	-0,9	-0,2	0,8	-8,7	2,0	-2,8	-1,4	-1,1	-3,8
	P	-1,5	15,0	-5,0	-1,1	-9,9	-0,5	0,4	0,4	-7,3	1,4	-2,0	-0,7	-0,6	-2,3
	P	-0,3	18,3	-3,2	1,1	-8,0	0,4	1,7	2,6	-7,2	1,1	0,5	-0,7	1,4	-1,2
14 / II III IV	A	0,4	3,2	-0,8	1,6	-7,3	1,3	2,5	4,4	-1,8	1,1	1,1	-0,5	3,4	-0,4
	A	1,2	-6,0	1,5	2,4	-3,9	1,8	3,1	4,3	-1,2	1,2	3,1	-0,5	4,4	0,8
	A	1,7	-2,9	1,5	2,2	0,2	2,1	3,3	5,0	-0,6	1,3	4,1	-0,5	4,9	1,3
	A	2,1	-8,7	2,5	2,6	3,1	2,5	4,0	5,0	-0,2	1,1	5,3	-0,2	5,0	1,7
15 / II III	A	2,7	-4,2	3,0	2,8	5,9	2,6	4,1	4,1	-2,4	1,1	5,8	0,6	4,7	2,6
	A	3,2	2,1	3,7	4,0	5,9	3,0	4,5	5,1	-0,1	1,1	6,3	0,7	4,6	2,6
	A	3,4	3,6	4,0	4,5	5,5	3,2	4,9	5,2	-1,5	0,5	5,8	1,9	4,7	2,6

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2010).

a. Elaborado según el SEC2010, series corregidas de efectos estacionales y de calendario.

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

■ Serie representada gráficamente.

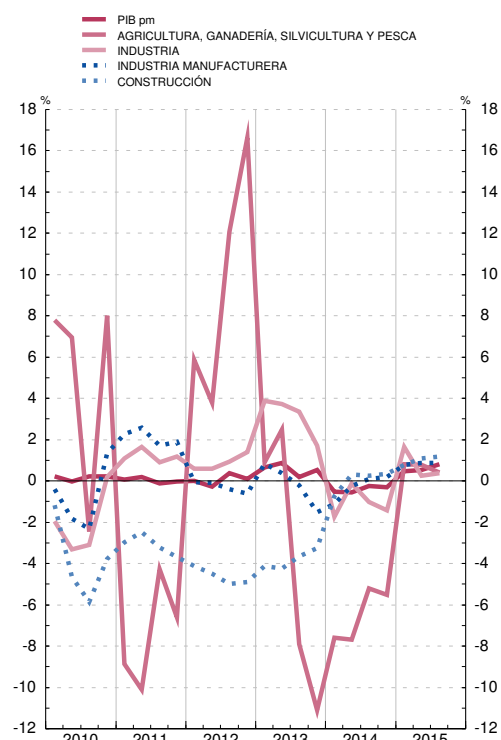
Tasas de variación interanual

		Componentes de la demanda								Produc- to in- terior bruto a precios de mer- cado	Ramas de actividad											
		Consu- mo final de los hogar- es y de las ISFLSH (b)	Consu- mo final de las AAPP	Formación bruta de capital fijo			Expor- tación de bienes y ser- vicios	Impor- tación de bienes y ser- vicios	Agricultura, ganade- ría,sil- vicultura y pesca		Industria		Cons- truc- ción	Servicios								
				Total	Activos fijos materiales						Acti- vos fijos inma- teriales	Total		Indus- tria manu- factu- rera	Total	Comer- cio, trans- porte y hos- tele- ría	Infor- mación y comu- nicaciones	Acti- vidades finan- cieras y de seguros	Acti- vidades inmo- biliarias	Acti- vidades profesio- nales	Admi- nistración públi- ca,san- idad y edu- cación	Acti- vidades artís- ticas, recrea- tivas y otros servi- cios
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21		
12	P	2,4	-2,1	-2,1	-3,7	0,1	0,1	2,0	3,8	0,0	9,7	0,9	-0,3	-4,6	-0,4	0,5	-3,1	3,5	1,5	-1,6	-2,6	0,3
13	P	1,0	1,4	-2,9	-3,7	-3,2	0,9	-1,0	-2,1	0,6	-4,3	3,2	-0,1	-3,8	-0,4	-0,7	-4,9	-5,3	0,9	-0,1	1,5	-1,2
14	A	0,3	0,1	-0,4	-0,7	-0,3	0,1	-2,1	-0,8	-0,4	-6,5	-1,1	-0,3	0,0	-0,4	-1,1	-4,7	11,5	-0,6	-2,1	0,2	-1,1
12 / IV	P	3,1	-7,2	-2,3	-3,7	-0,5	0,4	2,0	1,5	0,1	16,6	1,4	-0,6	-4,9	-2,0	1,0	-3,6	-4,8	1,2	-0,7	-7,7	0,1
13 /	P	1,8	0,6	-3,3	-4,5	-3,1	1,4	0,3	-0,1	0,6	0,9	3,9	0,9	-4,1	-0,4	0,3	-4,3	-6,9	0,9	-0,2	0,2	-0,7
II	P	1,3	0,5	-3,1	-4,2	-3,2	1,0	-0,2	-2,6	0,9	2,5	3,7	0,4	-4,3	-1,0	-0,3	-4,8	-9,5	0,9	0,0	-0,5	-1,0
III	P	0,7	-0,2	-2,5	-3,0	-3,5	0,7	-1,7	-3,0	0,2	-7,9	3,4	-0,2	-3,7	-0,5	-0,8	-5,3	-2,0	1,1	0,0	0,2	-1,4
IV	P	0,0	5,3	-2,5	-3,2	-3,0	0,3	-2,5	-2,9	0,5	-11,1	1,7	-1,5	-3,2	0,5	-1,9	-5,3	-1,9	0,6	-0,4	6,6	-1,8
14 /	A	0,3	-0,1	-1,1	-1,5	-0,8	-0,2	-3,3	-2,1	-0,5	-7,6	-1,7	-1,1	-0,7	-0,8	-1,1	-5,0	5,8	-0,3	-1,8	-0,3	-1,5
II	A	0,7	-0,4	-0,4	-0,6	-0,3	0,2	-2,8	-0,4	-0,5	-7,7	-0,1	-0,2	0,3	-0,2	-0,7	-4,1	9,2	-0,4	-2,5	0,4	-0,7
III	A	0,2	0,6	-0,2	-0,5	0,0	0,1	-1,6	-0,5	-0,2	-5,2	-1,0	0,1	0,3	-0,4	-1,2	-5,0	15,4	-1,0	-2,5	0,1	-1,0
IV	A	-0,2	0,1	-0,0	-0,1	-0,0	0,3	-0,7	-0,1	-0,3	-5,5	-1,4	0,2	0,4	-0,2	-1,5	-4,9	15,9	-0,6	-1,6	0,5	-1,3
15 /	A	-0,9	0,7	0,8	1,0	0,4	0,7	0,4	-2,0	0,5	0,8	1,6	0,8	0,8	0,2	-0,7	-3,6	4,5	-0,2	0,3	1,6	-0,1
II	A	-0,3	0,9	1,4	1,9	1,0	0,4	0,9	0,1	0,5	0,8	0,2	0,9	1,1	-0,3	-0,4	-2,9	-5,0	-0,3	0,4	1,2	-0,5
III	A	-0,4	0,1	1,8	2,3	1,4	1,2	0,3	-1,8	0,8	0,4	0,4	0,9	1,2	0,5	0,4	-1,2	1,4	0,2	1,0	0,9	0,1

PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2010).

a. Elaborado según el SEC2010, series corregidas de efectos estacionales y de calendario.

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

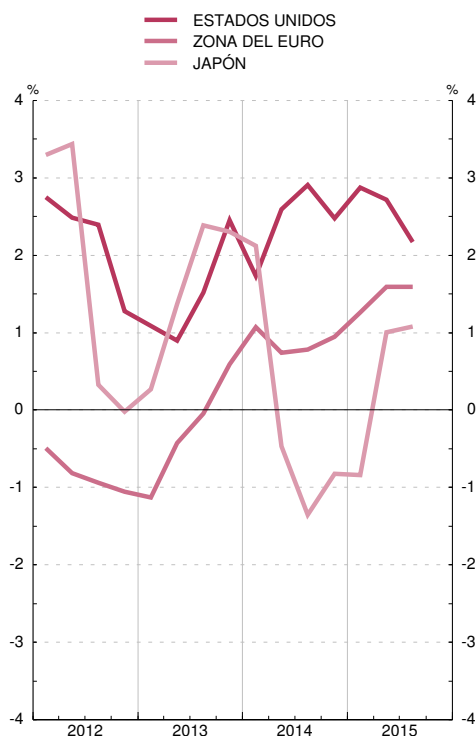
2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

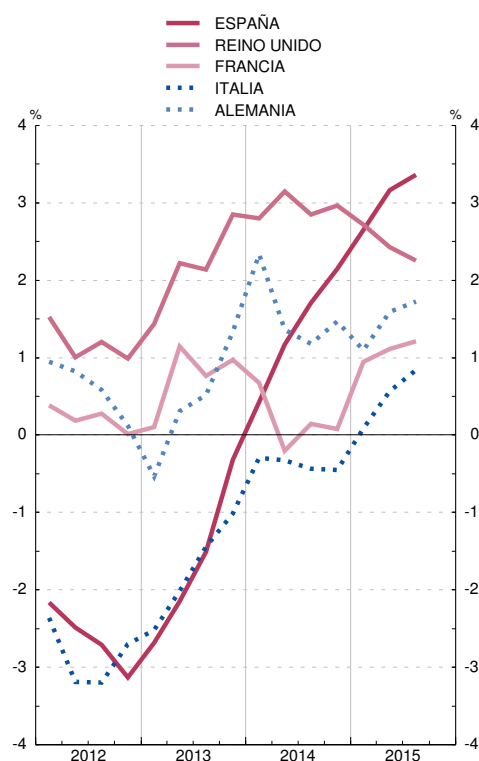
Tasas de variación interanual

	OCDE	Unión Europea	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
12	1,3	-0,4	-0,8	0,6	-2,6	2,2	0,2	-2,9	1,7	1,2
13	1,4	0,3	-0,3	0,4	-1,7	1,5	0,7	-1,8	1,6	2,2
14	1,8	1,4	0,9	1,6	1,4	2,4	0,2	-0,4	-0,1	2,9
12 III	1,2	-0,5	-0,9	0,6	-2,7	2,4	0,3	-3,2	0,3	1,2
IV	0,7	-0,7	-1,1	0,1	-3,1	1,3	0,0	-2,7	-0,0	1,0
13 /	0,8	-0,6	-1,1	-0,5	-2,7	1,1	0,1	-2,5	0,3	1,4
II	1,2	0,1	-0,4	0,3	-2,1	0,9	1,1	-2,0	1,4	2,2
III	1,6	0,4	-0,0	0,5	-1,5	1,5	0,8	-1,4	2,4	2,1
IV	2,2	1,1	0,6	1,3	-0,3	2,5	1,0	-1,0	2,3	2,8
14 /	1,9	1,5	1,1	2,3	0,4	1,7	0,7	-0,3	2,1	2,8
II	1,9	1,3	0,7	1,4	1,2	2,6	-0,2	-0,3	-0,5	3,1
III	1,8	1,3	0,8	1,2	1,7	2,9	0,1	-0,4	-1,4	2,9
IV	1,8	1,4	0,9	1,5	2,1	2,5	0,1	-0,4	-0,8	3,0
15 /	1,9	1,7	1,3	1,1	2,7	2,9	0,9	0,1	-0,8	2,7
II	...	1,9	1,6	1,6	3,2	2,7	1,1	0,6	1,0	2,4
III	...	1,9	1,6	1,7	3,4	2,2	1,2	0,8	1,1	2,3

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

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

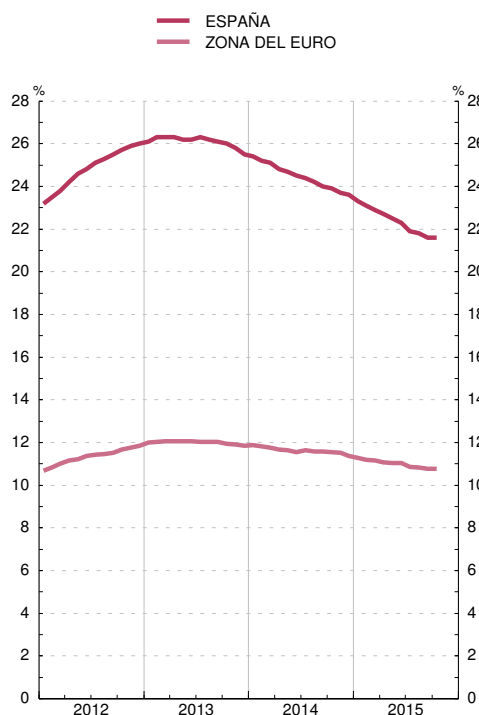
2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

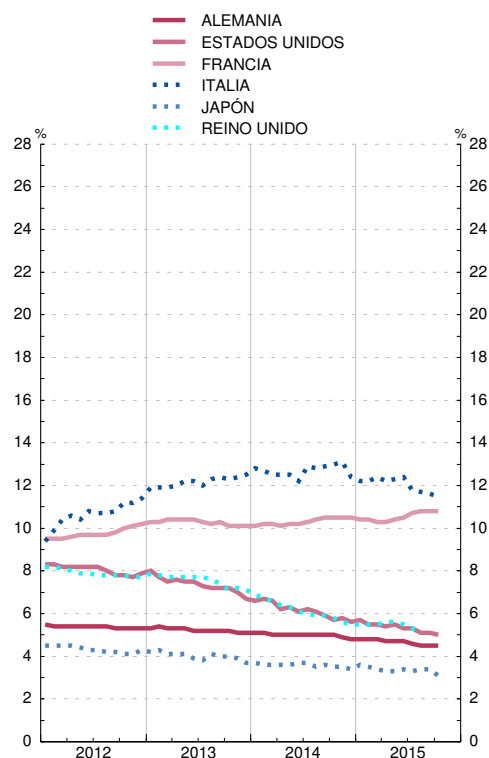
Porcentajes

	OCDE	Unión Europea	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
12	7,9	10,5	11,4	5,4	24,8	8,1	9,8	10,6	4,3	7,9
13	7,9	10,9	12,0	5,2	26,1	7,4	10,3	12,2	4,0	7,5
14	7,3	10,2	11,6	5,0	24,5	6,1	10,3	12,7	3,6	6,1
14 May	7,4	10,3	11,6	5,0	24,7	6,3	10,2	12,5	3,6	6,3
Jun	7,3	10,2	11,5	5,0	24,5	6,1	10,2	12,2	3,7	6,1
Jul	7,4	10,2	11,6	5,0	24,4	6,2	10,3	12,9	3,7	6,0
Ago	7,3	10,1	11,6	5,0	24,2	6,1	10,4	12,8	3,5	5,9
Sep	7,3	10,1	11,6	5,0	24,0	5,9	10,5	12,9	3,6	5,9
Oct	7,2	10,1	11,5	5,0	23,9	5,7	10,5	13,0	3,5	5,8
Nov	7,2	10,0	11,5	4,9	23,7	5,8	10,5	13,1	3,5	5,6
Dic	7,0	9,9	11,4	4,8	23,6	5,6	10,5	12,4	3,4	5,5
15 Ene	7,0	9,8	11,2	4,8	23,3	5,7	10,4	12,2	3,6	5,5
Feb	7,0	9,7	11,2	4,8	23,1	5,5	10,4	12,2	3,5	5,5
Mar	6,9	9,7	11,1	4,8	22,9	5,5	10,3	12,4	3,4	5,5
Abr	6,9	9,6	11,1	4,7	22,7	5,4	10,3	12,2	3,3	5,6
May	6,9	9,6	11,0	4,7	22,5	5,5	10,4	12,3	3,3	5,6
Jun	6,8	9,5	11,0	4,7	22,3	5,3	10,5	12,4	3,4	5,5
Jul	6,8	9,4	10,9	4,6	21,9	5,3	10,7	11,8	3,3	5,3
Ago	6,7	9,3	10,8	4,5	21,8	5,1	10,8	11,7	3,4	5,2
Sep	6,7	9,3	10,8	4,5	21,6	5,1	10,8	11,6	3,4	...
Oct	6,6	9,3	10,7	4,5	21,6	5,0	10,8	11,5	3,1	...

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTE: OCDE.

2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ Serie representada gráficamente.

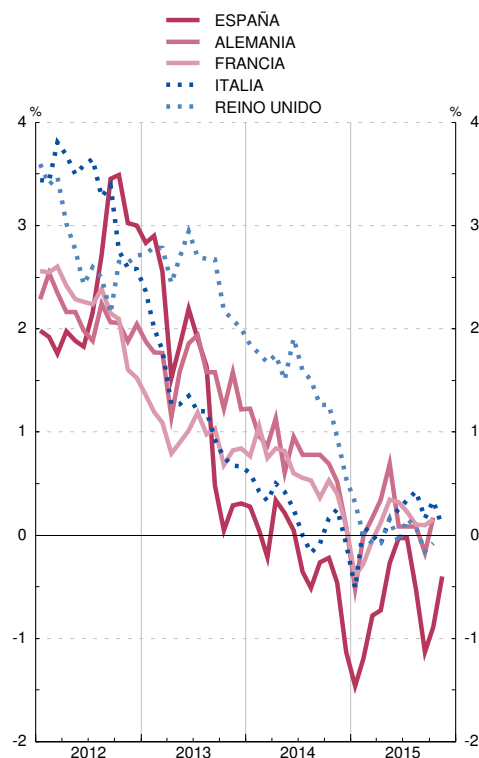
Tasas de variación interanual

	OCDE	Unión Europea	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
12	2,3	2,6	2,5	2,1	2,4	2,1	2,2	3,3	-0,0	2,8
13	1,6	1,5	1,4	1,6	1,5	1,5	1,0	1,3	0,4	2,6
14	1,7	0,6	0,4	0,8	-0,2	1,6	0,6	0,2	2,8	1,5
14 Jun	2,1	0,7	0,5	1,0	0,0	2,1	0,6	0,2	3,6	1,9
Jul	2,0	0,5	0,4	0,8	-0,4	2,1	0,6	-	3,4	1,6
Ago	1,8	0,5	0,4	0,8	-0,5	1,7	0,5	-0,2	3,4	1,5
Sep	1,7	0,4	0,3	0,8	-0,3	1,7	0,4	-0,1	3,3	1,3
Oct	1,8	0,5	0,4	0,7	-0,2	1,7	0,5	0,2	2,9	1,3
Nov	1,5	0,3	0,3	0,5	-0,5	1,3	0,4	0,3	2,4	0,9
Dic	1,1	-0,1	-0,2	0,1	-1,1	0,7	0,1	-0,1	2,4	0,5
15 Ene	0,6	-0,5	-0,6	-0,5	-1,5	-0,1	-0,4	-0,5	2,4	0,3
Feb	0,6	-0,3	-0,3	-	-1,2	-0,1	-0,3	0,1	2,2	-
Mar	0,6	-0,1	-0,1	0,2	-0,8	-0,1	-0,0	-	2,3	-0,1
Abr	0,5	-0,0	0,0	0,3	-0,7	-0,2	0,1	-0,1	0,6	-0,1
May	0,6	0,3	0,3	0,7	-0,3	-	0,3	0,2	0,5	0,2
Jun	0,5	0,1	0,2	0,1	-0,0	0,1	0,3	0,2	0,4	-0,1
Jul	0,6	0,2	0,2	0,1	-0,0	0,1	0,2	0,3	0,3	0,2
Ago	0,6	0,0	0,1	0,1	-0,5	0,2	0,1	0,4	0,2	0,1
Sep	0,5	-0,1	-0,1	-0,2	-1,1	-0,1	0,1	0,2	-	-0,2
Oct	0,5	-0,0	0,1	0,2	-0,9	0,2	0,2	0,3	0,3	-0,1
Nov	...	...	0,1	...	-0,4	...	...	0,1	...	...

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.

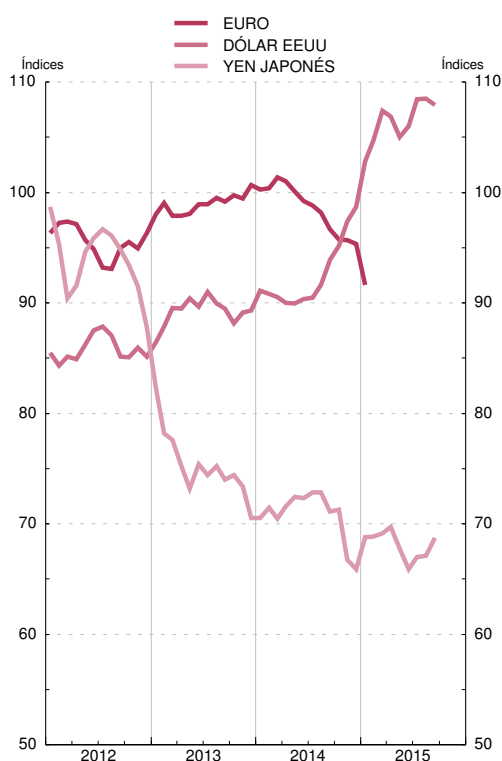
Media de cifras diarias

	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	
12	1,2854	102,61	79,81	97,7	76,8	131,7	95,0	85,8	93,9	93,3	94,7	88,7
13	1,3281	129,69	97,64	101,2	79,5	106,8	98,2	89,2	75,3	96,7	98,2	72,1
14	1,3286	140,38	105,87	101,8	82,3	98,8	97,9	92,5	70,8	96,7	101,4	68,4
14 E-N	1,3375	139,76	104,62	102,1	81,7	99,5	98,2	91,9	71,2	97,0	100,9	68,8
15 E-N	1,1116	134,47	121,00	92,3	95,4	94,5	88,5	106,4	68,1	89,2	112,3	65,5
14 Sep	1,2901	138,39	107,28	99,9	83,4	98,5	95,9	93,9	71,1	95,0	103,3	68,6
Oct	1,2673	136,85	107,99	99,1	84,8	98,9	95,0	95,2	71,3	94,2	104,3	68,9
Nov	1,2472	145,03	116,28	99,0	87,0	92,7	94,9	97,4	66,8	94,3	106,1	64,9
Dic	1,2331	147,06	119,26	99,0	88,4	91,2	94,8	98,7	65,9	94,3	106,6	64,1
15 Ene	1,1621	137,47	118,28	95,2	91,8	94,5	91,1	102,8	68,8	91,0	108,7	66,1
Feb	1,1350	134,69	118,67	93,3	93,7	95,2	89,5	104,7	68,8	89,8	110,4	66,3
Mar	1,0838	130,41	120,34	90,6	96,2	96,0	86,9	107,4	69,1	87,4	113,5	66,8
Abr	1,0779	128,94	119,62	89,7	95,7	96,6	86,1	106,9	69,7	87,0	112,7	67,3
May	1,1150	134,75	120,87	91,6	93,8	93,9	87,9	105,0	67,7	88,6	111,7	65,1
Jun	1,1213	138,74	123,73	92,3	94,4	91,7	88,5	106,0	65,9	89,2	112,5	63,5
Jul	1,0996	135,68	123,40	91,3	96,4	93,1	87,5	108,5	67,0	88,3	114,5	64,3
Ago	1,1139	137,12	123,13	93,0	96,6	93,0	89,0	108,5	67,1	89,8	114,1	64,1
Sep	1,1221	134,85	120,18	93,8	96,3	95,2	89,6	107,9	68,7	90,7	112,0	66,0
Oct	1,1235	134,84	120,02	93,6	95,7	95,1	89,3	...	...	90,5	...	...
Nov	1,0736	131,60	122,58	91,1	98,5	95,1	...	...	...	...	...	...

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



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



FUENTES: BCE y BE.

a. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los periodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003), (2004-2006) y (2007-2009) de las variaciones de la cotización al contado de cada moneda respecto de las monedas que componen la agrupación. La caída del índice significa una depreciación de la moneda frente a la agrupación.

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

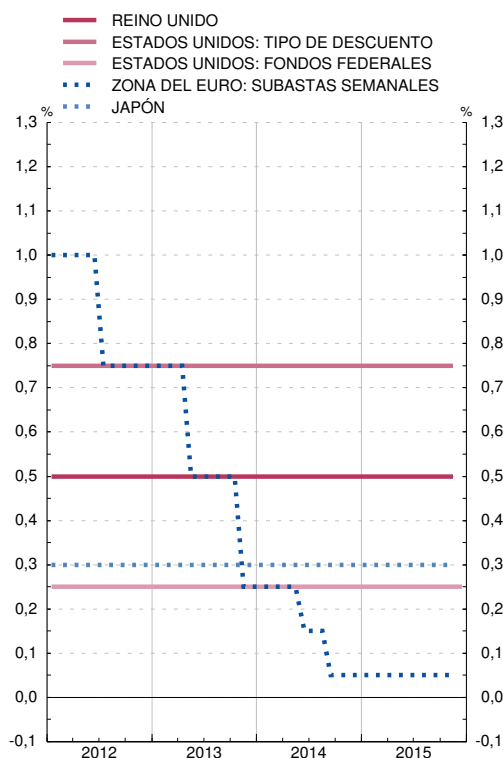
2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANKOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

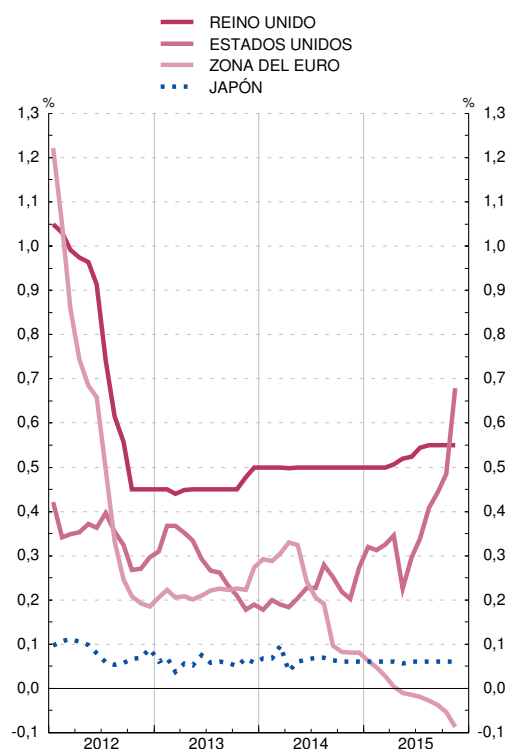
Porcentajes

	Tipos de intervención					Tipos interbancarios a tres meses								
	Zona del euro	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	(a)	Tipo descuento (b)	Fondos federales	(c)	(d)									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
12	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,76	0,57	-	1,06	0,34	-	-	0,08	0,83
13	0,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,53	0,22	-	1,07	0,28	-	-	0,06	0,51
14	0,05	0,75	0,25	0,30	0,50	0,47	0,21	-	0,45	0,22	-	-	0,07	0,54
14 Jun	0,15	0,75	0,25	0,30	0,50	0,48	0,24	-	-	0,23	-	-	0,06	0,54
Jul	0,15	0,75	0,25	0,30	0,50	0,46	0,21	-	-	0,23	-	-	0,07	0,56
Ago	0,15	0,75	0,25	0,30	0,50	0,49	0,19	-	0,42	0,28	-	-	0,07	0,56
Sep	0,05	0,75	0,25	0,30	0,50	0,44	0,10	-	-	0,25	-	-	0,06	0,56
Oct	0,05	0,75	0,25	0,30	0,50	0,41	0,08	-	-	0,22	-	-	0,06	0,56
Nov	0,05	0,75	0,25	0,30	0,50	0,41	0,08	-	0,37	0,20	-	-	0,06	0,56
Dic	0,05	0,75	0,25	0,30	0,50	0,43	0,08	-	0,22	0,27	-	-	0,06	0,56
15 Ene	0,05	0,75	0,25	0,30	0,50	0,42	0,06	-	-	0,32	-	-	0,06	0,56
Feb	0,05	0,75	0,25	0,30	0,50	0,39	0,05	-	0,20	0,31	-	-	0,06	0,56
Mar	0,05	0,75	0,25	0,30	0,50	0,40	0,03	-	-	0,33	-	-	0,06	0,56
Abr	0,05	0,75	0,25	0,30	0,50	0,40	0,00	-	-	0,35	-	-	0,06	0,57
May	0,05	0,75	0,25	0,30	0,50	0,35	-0,01	-	0,15	0,23	-	-	0,06	0,57
Jun	0,05	0,75	0,25	0,30	0,50	0,37	-0,01	-	-	0,30	-	-	0,06	0,57
Jul	0,05	0,75	0,25	0,30	0,50	0,39	-0,02	-	-	0,34	-	-	0,06	0,58
Ago	0,05	0,75	0,25	0,30	0,50	0,42	-0,03	-	-	0,41	-	-	0,06	0,59
Sep	0,05	0,75	0,25	0,30	0,50	0,42	-0,04	-	-	0,45	-	-	0,06	0,59
Oct	0,05	0,75	0,25	0,30	0,50	0,42	-0,05	-	-	0,48	-	-	0,06	0,58
Nov	0,05	0,75	0,25	0,30	0,50	0,51	-0,09	-	0,01	0,68	-	-	0,06	0,57

TIPOS DE INTERVENCIÓN



TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

a. Operaciones principales de financiación.

b. Desde enero de 2003, primary credit rate.

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

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

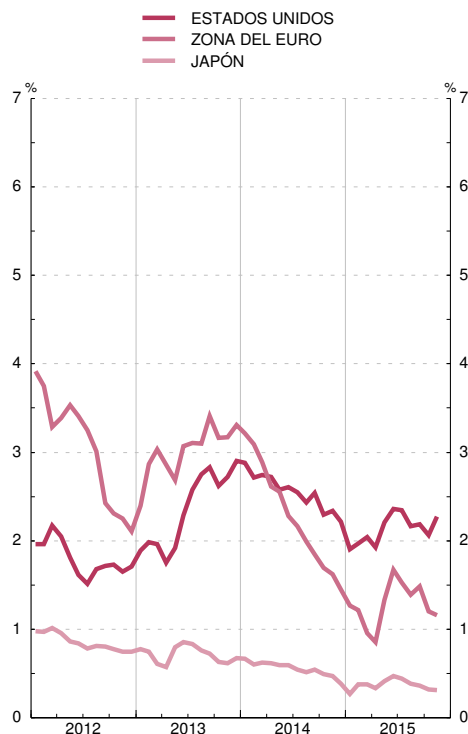
2.6. RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

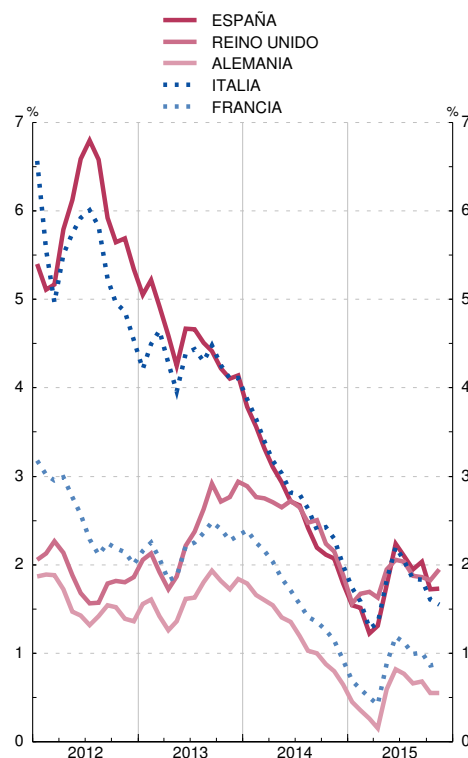
Porcentajes

	OCDE	Unión Europea	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
12	2,35	3,35	3,05	1,49	5,85	1,80	2,53	5,49	0,86	1,74
13	2,44	2,79	3,01	1,57	4,56	2,35	2,20	4,31	0,72	2,03
14	2,26	2,11	2,28	1,16	2,72	2,55	1,66	2,89	0,55	2,14
14 Jun	2,31	2,17	2,28	1,26	2,71	2,60	1,71	2,92	0,59	2,35
Jul	2,23	2,06	2,16	1,11	2,67	2,55	1,56	2,79	0,54	2,31
Ago	2,11	1,90	1,99	0,95	2,42	2,43	1,41	2,63	0,51	2,12
Sep	2,13	1,81	1,85	0,92	2,20	2,54	1,35	2,40	0,54	2,08
Oct	1,97	1,70	1,69	0,79	2,11	2,30	1,26	2,42	0,49	1,82
Nov	1,94	1,61	1,62	0,72	2,07	2,34	1,14	2,29	0,47	1,72
Dic	1,80	1,41	1,45	0,59	1,79	2,21	0,92	1,99	0,39	1,52
15 Ene	1,56	1,18	1,27	0,39	1,54	1,90	0,67	1,70	0,27	1,21
Feb	1,56	1,12	1,21	0,30	1,51	1,97	0,60	1,56	0,38	1,59
Mar	1,56	1,03	0,96	0,23	1,23	2,04	0,51	1,29	0,38	1,59
Abr	1,49	1,00	0,85	0,12	1,31	1,93	0,44	1,36	0,33	1,65
May	1,80	1,41	1,34	0,56	1,77	2,21	0,89	1,81	0,41	1,94
Jun	1,97	1,69	1,67	0,79	2,23	2,36	1,20	2,20	0,47	2,06
Jul	1,88	...	1,53	0,71	2,10	2,34	1,11	2,04	0,44	2,03
Ago	1,77	1,45	1,39	0,61	1,95	2,17	1,01	1,84	0,39	1,86
Sep	1,77	1,45	1,48	0,65	2,03	2,18	1,00	1,92	0,36	1,85
Oct	1,65	1,30	1,20	0,52	1,73	2,07	0,87	1,70	0,32	1,81
Nov	1,76	1,31	1,16	0,52	1,73	2,27	0,88	1,57	0,31	1,94

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

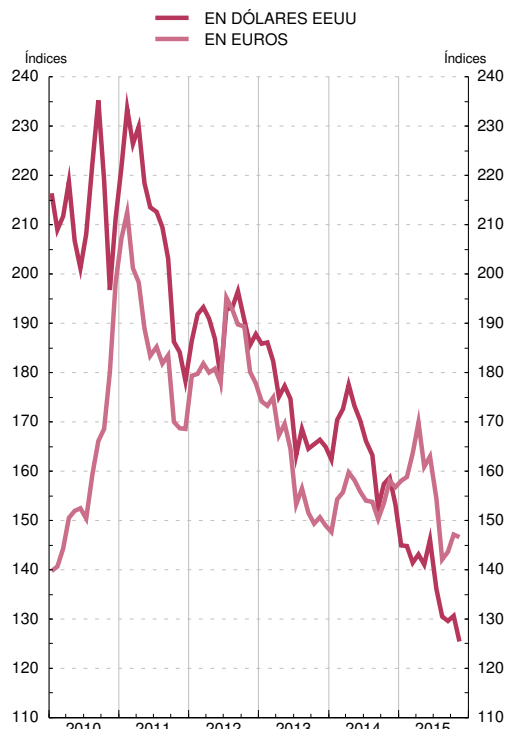
2.7. MERCADOS INTERNACIONALES. ÍNDICE DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS. PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DEL ORO

■ Serie representada gráficamente.

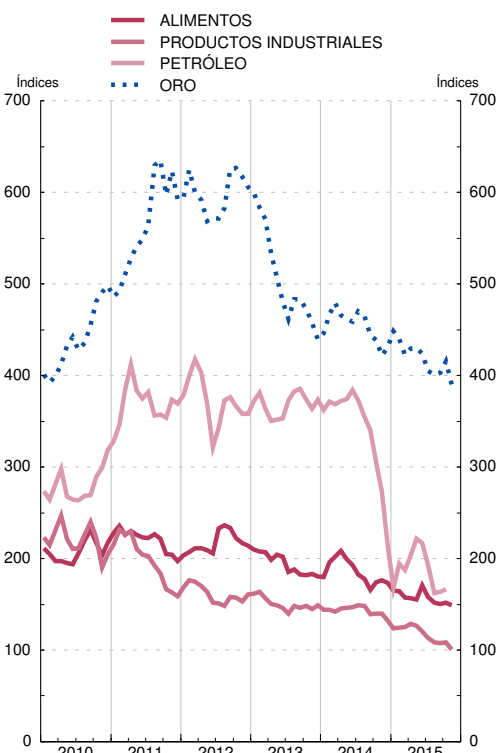
Base 2000 = 100

	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
10	158,6	213,1	207,9	220,2	211,2	225,9	280,0	79,9	439,2	1 225,3	29,76
11	187,3	209,6	220,3	198,5	239,6	180,9	368,4	112,2	562,6	1 569,5	36,29
12	183,8	189,6	217,0	161,1	171,7	156,6	371,8	112,4	598,0	1 668,3	41,73
13	161,1	172,8	194,2	150,2	161,2	145,5	368,6	109,6	505,4	1 409,8	34,16
14	154,8	164,8	185,6	143,1	141,6	143,7	340,6	99,3	453,9	1 266,1	30,64
14 E-N	154,6	165,8	186,7	144,1	143,0	144,6	352,3	102,7	456,0	1 272,1	30,58
15 E-N	155,2	137,6	157,2	117,1	116,2	117,5	...	53,4	418,7	1 168,2	33,79
14 Oct	153,5	157,4	173,8	140,2	130,6	144,4	305,1	87,5	438,2	1 222,5	31,02
Nov	158,0	158,7	176,4	140,2	125,7	146,4	272,6	79,1	421,3	1 175,4	30,32
Dic	156,7	153,3	173,7	132,1	126,8	134,3	214,5	63,2	431,0	1 202,3	31,31
15 Ene	158,0	144,9	164,8	124,1	118,7	126,4	168,1	47,7	448,0	1 249,7	34,66
Feb	158,8	144,8	164,0	124,8	121,0	126,4	194,6	58,0	439,9	1 227,2	34,76
Mar	163,7	141,4	157,2	124,9	118,6	127,7	187,1	56,4	422,5	1 178,6	35,01
Abr	169,9	143,1	156,9	128,8	121,5	131,9	203,4	59,4	429,2	1 197,3	35,69
May	160,9	141,0	155,0	126,5	124,8	127,2	221,4	63,7	429,9	1 199,3	34,53
Jun	163,0	146,1	170,5	120,6	124,3	119,1	217,1	60,4	423,5	1 181,5	33,86
Jul	154,4	136,1	158,0	113,4	115,0	112,7	192,8	56,5	405,1	1 130,0	33,01
Ago	142,1	130,5	151,7	108,3	110,8	107,3	161,9	46,4	400,6	1 117,5	32,27
Sep	143,6	129,6	150,6	107,7	107,9	107,7	163,9	47,4	403,1	1 124,5	32,22
Oct	147,1	130,7	151,9	108,7	108,9	108,6	166,3	48,0	415,5	1 159,1	33,19
Nov	146,6	125,4	148,9	101,0	107,5	98,2	...	43,6	390,1	1 088,2	32,54

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.

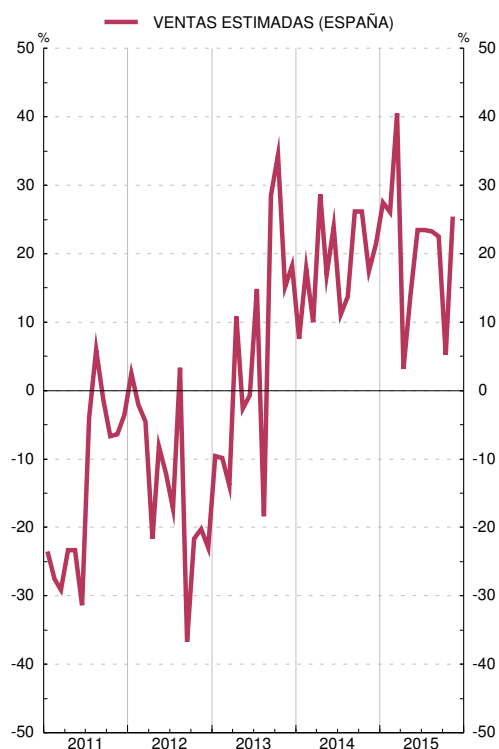
Saldos, tasas de variación interanual e índices

	Encuestas de opinión(a)						Matriculaciones y ventas de automóviles			Índices de comercio al por menor (Base 2010=100, CNAE 2009) (Índices deflactados)							
	(Saldos en % corregidos de variaciones estacionales)						(Tasas de variación interanual)										
	Consumidores			Indica- dor de con- fianza del comercio minoris- ta	Pro memoria: zona del euro		Matricu- laciones	Ventas estimadas	Pro memoria: Matricu- laciones en zona euro 19	Índice general de co- mercio mino- rista	Índice general sin estaciones de servicio						
	Indica- dor de con- fianza	Situa- ción econó- mica general: tenden- cia previ- sta	Situa- ción econó- mica hoga- res: tenden- cia previ- sta		Indica- dor de con- fianza con- sumi- dor	Indica- dor de con- fianza comer- cio mino- rista					Total	Ali- menta- ción	Gran- des super- ficies	Gran- des cade- nas	Peque- ñas cade- nas	Empre- sas unilo- cali- zadas	Pro memoria: zona euro 19 (Tasa de variación internu- dal corregida de efec- tos ca- lendar- rio)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
12		-31,6	-30,7	-18,0	-21,5	-21,9	-15,1	-13,1	-13,4	-11,2	87,6	88,0	94,4	84,6	97,1	84,9	84,3
13		-25,3	-19,3	-12,1	-10,3	-18,5	-12,3	4,5	3,3	-3,8	84,2	84,6	91,5	80,9	96,7	80,8	79,7
14	P	-8,9	4,2	-1,4	6,7	-10,0	-3,2	19,9	18,3	3,8	84,9	85,3	92,2	81,9	97,2	81,9	79,7
14 E-N	P	-9,0	4,0	-1,5	6,4	-9,9	-3,0	19,6	18,1	0,3	83,3	83,6	90,5	78,5	95,3	80,5	78,7
15 E-N	P	-0,2	14,5	5,4	13,9	-6,2	1,4	...	20,9	...	...	...	...	...	...	...	...
14 Dic	P	-7,1	5,8	-	10,0	-10,9	-4,6	23,7	21,4	-0,0	102,8	104,1	110,2	119,4	117,5	97,3	91,1
15 Ene	P	-1,4	11,6	4,1	10,5	-8,3	-2,7	28,9	27,5	11,0	90,4	90,6	88,0	97,0	102,7	87,0	81,4
Feb	P	-2,1	14,4	2,7	12,9	-6,6	-1,3	27,3	26,1	8,1	75,9	75,5	80,8	69,1	84,8	71,7	74,1
Mar	P	1,7	16,1	5,5	14,5	-3,6	-0,8	41,8	40,5	8,2	83,2	83,1	90,3	74,3	95,4	78,0	81,3
Abr	P	3,6	18,4	7,0	16,0	-4,5	-0,8	5,2	3,2	6,4	83,1	82,9	90,3	75,1	95,3	79,3	80,0
May	P	1,6	17,6	5,7	15,9	-5,4	1,5	15,6	14,0	6,8	85,3	85,3	91,6	78,7	98,7	81,2	81,5
Jun	P	-0,4	13,3	4,6	13,4	-5,5	-1,3	25,2	23,5	7,5	86,4	86,4	92,5	80,1	99,4	83,0	82,5
Jul	P	-0,1	10,5	4,4	13,7	-7,0	1,1	25,0	23,5	9,9	96,7	97,0	99,0	96,6	112,0	94,2	88,8
Ago	P	-1,3	15,3	5,1	13,5	-6,7	3,5	25,1	23,3	8,3	86,3	85,5	94,3	86,3	103,1	81,0	75,2
Sep	P	-2,7	11,0	5,6	11,3	-7,0	4,2	27,2	22,5	9,8	87,1	86,9	91,7	82,1	99,9	81,5	82,9
Oct	P	-1,2	14,9	6,9	15,0	-7,5	6,4	8,1	5,2	5,8	89,3	89,0	94,8	82,9	104,7	84,0	83,7
Nov	P	0,6	16,3	7,5	15,7	-5,9	5,8	...	25,4	...	...	...	...	...	...	...	...

INDICADOR DE CONFIANZA CONSUMIDORES
Saldos, corregidos de variaciones estacionales



VENTAS DE AUTOMÓVILES



FUENTES: Comisión Europea (European Economy. Supplement B), INE, DGT, ANFAC y BCE.

a. Información adicional disponible en http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/surveys/index_en.htm

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

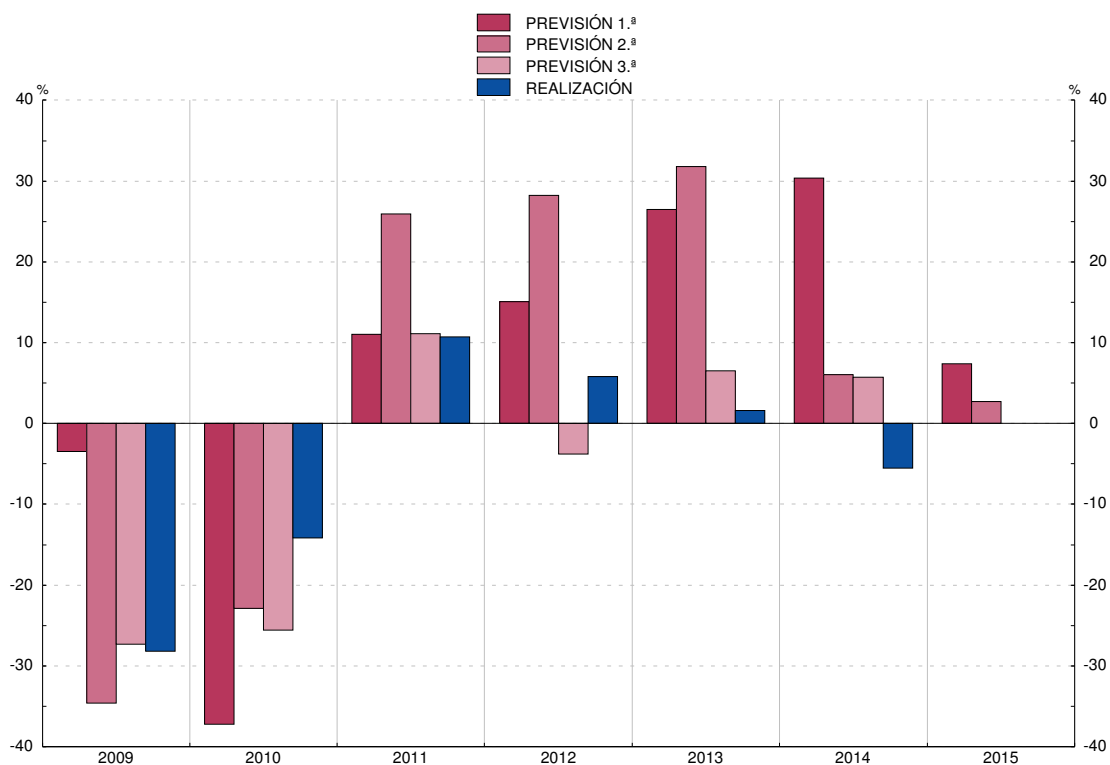
- Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	Realización	Previsión 1. ^a	Previsión 2. ^a	Previsión 3. ^a
09	-28	-4	-35	-27
10	-14	-37	-23	-26
11	11	11	26	11
12	6	15	28	-4
13	2	27	32	7
14	-6	30	6	6
15	...	7	3	...

INVERSIÓN INDUSTRIAL

Tasas de variación anuales



FUENTE: Ministerio de Industria, Energía y Turismo.

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

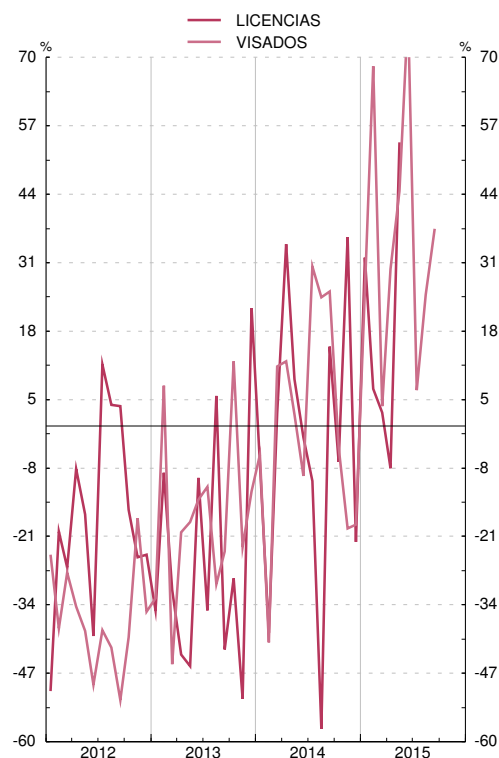
3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

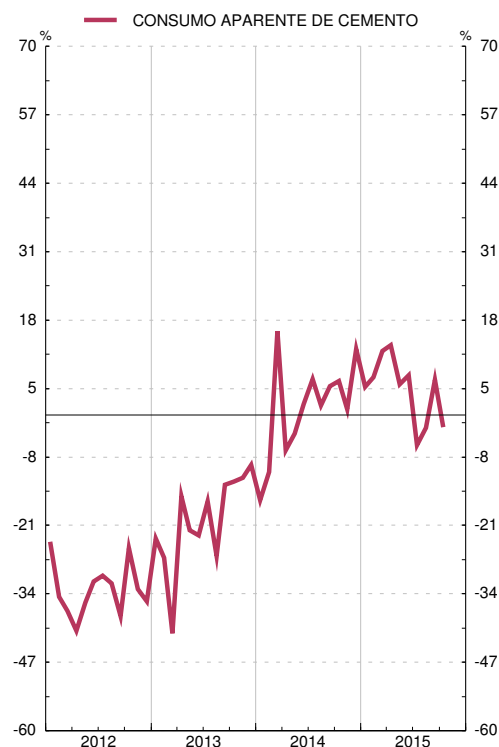
Tasas de variación interanual

		Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)							Consumo aparente de cemento
		Total	De la cual		No residencial	Total	Vivienda	Total		Edificación				Ingeniería civil	
			Residencial	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		
12		-19,6	-24,0	-23,3	-10,0	-37,2	-39,9	-45,6	-45,6	-48,7	-68,4	-62,4	-43,8	-44,1	-33,5
13		-27,2	-43,3	-46,6	2,0	-18,2	-20,3	17,3	17,3	-2,8	41,5	55,6	-9,1	25,8	-21,0
14	P	-8,9	5,8	12,4	-23,7	-1,7	2,2	32,8	32,8	24,6	31,6	9,6	23,0	35,4	1,0
14 E-O		-10,4	0,4	7,6	-21,9	1,4	6,1	50,6	50,6	28,6	55,1	63,3	23,7	58,2	0,1
15 E-O	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	4,3
14 Jul		-10,5	-11,5	-13,9	-9,3	30,3	17,4	28,9	68,0	109,7	579,4	1 743,6	52,9	11,4	6,8
Ago		-57,6	-5,4	-7,9	-73,5	24,4	23,3	-17,9	52,0	20,0	46,3	700,3	16,6	-26,6	1,8
Sep		15,0	-7,3	2,0	49,4	25,5	26,5	23,6	49,4	-29,8	14,8	-63,3	-33,9	56,0	5,4
Oct		-6,8	1,9	11,3	-18,8	-4,0	13,8	60,7	50,6	15,3	111,8	-54,9	10,3	77,0	6,5
Nov	P	35,8	43,4	45,4	24,5	-19,5	-7,8	-10,2	43,8	61,7	32,9	-11,5	69,7	-29,5	1,0
Dic	P	-22,1	27,4	28,2	-48,9	-18,7	-30,5	-25,1	32,8	-17,5	-32,9	-84,7	-10,8	-27,3	12,5
15 Ene	P	31,9	13,3	15,5	78,1	25,8	31,9	-48,4	-48,4	-3,0	-43,2	-43,8	8,0	-54,7	5,4
Feb	P	7,1	-4,6	-17,9	23,8	68,3	53,9	-44,0	-46,4	64,4	113,1	428,8	57,9	-58,1	7,2
Mar	P	2,5	-19,9	-19,7	50,4	3,7	-5,9	16,3	-25,1	36,2	-50,6	-46,9	75,7	11,2	12,1
Abr	P	-8,1	6,3	6,0	-17,3	29,8	43,5	49,1	-11,5	0,8	-12,6	-37,6	2,0	72,9	13,3
May	P	53,8	-1,2	-4,2	158,7	44,6	20,3	18,5	-4,6	64,0	552,5	2 193,5	6,0	6,0	5,8
Jun	P	...	...	...	...	79,7	48,6	55,5	1,5	104,7	142,9	40,0	96,6	34,9	7,5
Jul	P	...	...	...	...	6,8	13,9	-36,0	-5,2	-18,4	-33,2	-49,2	-10,5	-43,3	-5,7
Ago	P	...	...	...	...	24,9	40,9	-42,9	-9,0	-23,5	-59,5	-97,8	-17,7	-50,2	-2,5
Sep	P	...	...	...	...	37,5	51,5	-24,5	-10,2	10,3	51,0	66,3	3,8	-34,1	6,6
Oct	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-2,4

INDICADORES DE LA CONSTRUCCIÓN
(Tendencia)



INDICADORES DE LA CONSTRUCCIÓN
(Tendencia)



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.

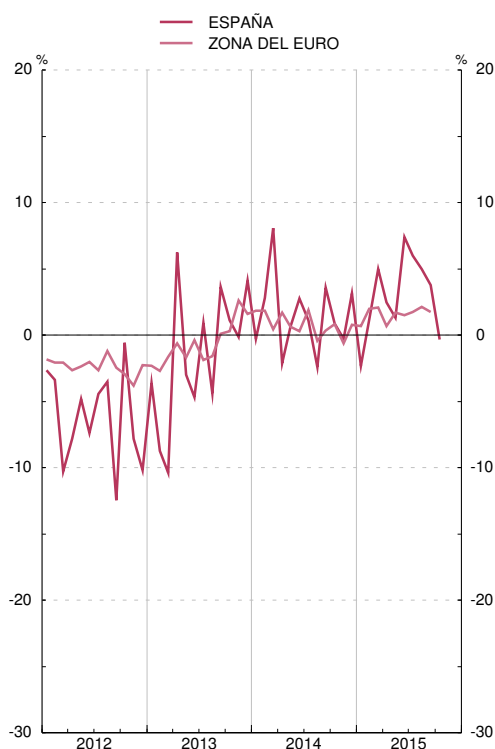
3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

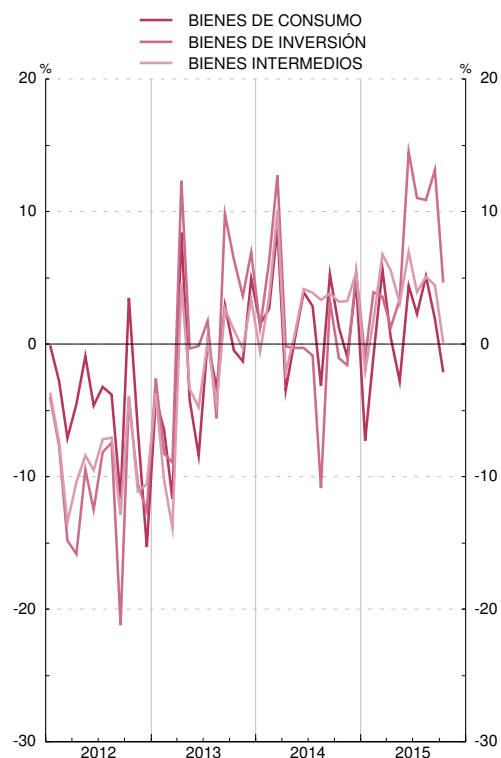
Tasas de variación interanual

		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 T12								Total	Manufacturables	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes Intermedios
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
12	M	91,8	-6,4	-4,8	-11,0	-8,9	0,9	-23,6	-7,5	0,1	-2,4	-2,6	-2,5	-1,0	-4,5
13	M	90,2	-1,7	-2,2	1,2	-2,6	-2,6	-14,3	-1,4	-3,9	-0,7	-0,7	-0,3	-0,6	-1,0
14	M	91,6	1,5	2,0	1,4	3,2	-1,6	0,0	2,3	-2,4	0,8	1,8	2,6	1,8	1,2
14 E-O	M	92,1	1,5	2,0	1,4	3,0	-1,1	-0,5	2,2	-1,9	0,9	2,0	3,2	2,1	1,5
15 E-O	MP	94,8	2,9	0,6	6,4	3,6	1,5	-6,8	3,4	0,7	...	...	...	...	...
14 Jul		100,7	1,1	2,8	-0,8	3,9	-3,4	-6,8	2,1	-4,7	1,9	2,7	2,4	4,3	1,6
Ago		71,2	-2,4	-3,1	-10,9	3,3	-2,8	-1,5	-2,3	-2,6	-0,4	-0,1	2,6	-2,2	0,3
Sep		96,0	3,6	5,3	3,2	3,8	1,1	2,1	4,1	2,9	0,3	0,7	0,9	1,5	-0,3
Oct		98,4	0,9	1,3	-1,1	3,2	-1,4	-3,3	1,4	-1,1	0,8	1,3	3,2	1,5	-0,4
Nov		91,5	-0,3	-1,0	-1,6	3,3	-3,6	-1,1	0,8	-5,4	-0,6	0,2	2,8	-1,0	-0,7
Dic		86,1	3,1	4,8	5,4	5,4	-3,9	8,8	5,0	-3,8	0,8	1,4	1,6	2,1	0,2
15 Ene		87,5	-2,3	-7,3	-1,0	-2,1	2,9	-10,4	-3,4	4,2	0,7	0,2	0,3	0,5	-0,3
Feb		91,0	1,1	-0,9	3,9	1,8	-0,1	1,9	1,4	1,1	2,0	1,2	2,5	1,5	-0,4
Mar		100,2	5,0	5,6	3,6	6,8	2,7	-2,1	5,4	3,9	2,1	1,9	4,2	1,2	0,2
Abr		92,0	2,5	0,5	1,3	5,6	1,4	7,9	2,7	-2,3	0,7	0,8	-0,1	1,9	-0,1
May		97,0	1,3	-2,8	3,4	3,1	1,8	-6,9	1,3	-4,3	1,7	2,3	0,3	4,0	2,1
Jun		101,6	7,4	4,4	14,5	6,9	4,4	-1,4	7,9	4,6	1,5	1,8	2,3	2,1	0,7
Jul		106,8	6,0	2,3	11,0	3,9	9,4	-10,0	5,2	9,9	1,8	1,6	2,7	1,8	0,0
Ago	P	74,8	5,0	5,1	10,9	5,1	1,4	-10,7	6,6	-1,9	2,2	2,7	2,8	4,0	1,1
Sep	P	99,6	3,8	1,9	13,1	4,5	-5,1	-19,0	5,9	-5,4	1,7	2,3	2,2	2,2	1,8
Oct	P	98,1	-0,3	-2,1	4,7	0,1	-4,4	-13,9	0,9	-3,9	...	...	...	...	...

ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. TOTAL
(Tendencia)



ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. COMPONENTES
(Tendencia)



FUENTES: INE y BCE.

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

a. España: base 2010 = 100; zona del euro: base 2010 = 100.

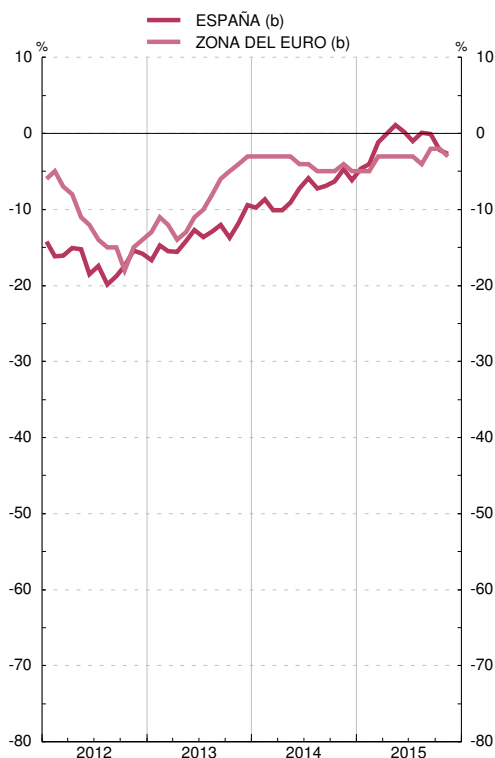
3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA (ECI) Y CONSTRUCCIÓN (ECC). ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)(a)

■ Serie representada gráficamente.

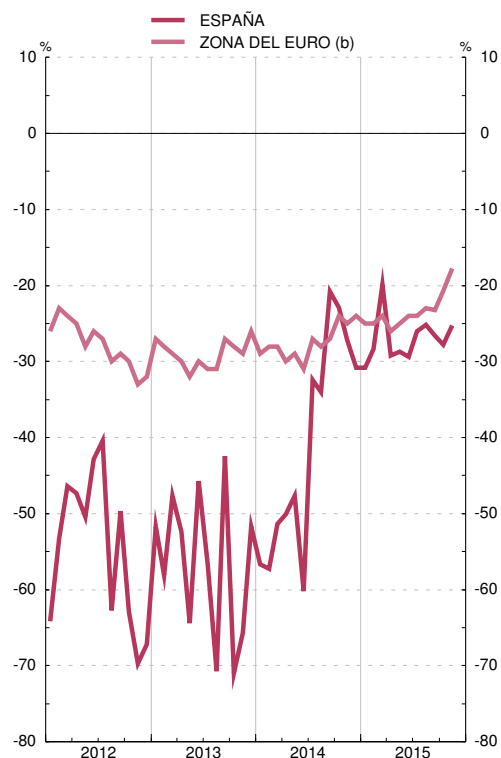
Saldo

		Industria, sin construcción (b)										Construcción					Pro memoria: zona del euro (b)(c)			
		Indicador del clima industrial (ICI)	Componentes del ICI			Nivel de produc- ción	Nivel de cartera de pedidos extran- jeros	ICI por sectores				Indicador de clima de la con- strucción (ICC)	Componentes del ICC		Nivel de produc- ción	Tenden- cia de la pro- ducción	Industria, sin construcción		Indicador del clima en la con- strucción	
			Nivel de car- tera de pedidos	Nivel de exis- tencias de pro- ductos termi- nados	Tenden- cia de la pro- ducción			Con- su- mo	Equi- po	Inter- medios	Otros sec- tores		Nivel de car- tera de pedidos	Tenden- cia del empleo			Indicador del clima industrial	Nivel de car- tera de pedidos		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
		=(2-3+4)/3										=(12+13)/2								
12	M	-17	-37	9	-4	-20	-26	-10	-15	-22	-15	-55	-50	-60	-23	-44	-12	-24	-28	
13	M	-14	-31	9	-1	-10	-21	-9	-13	-17	-6	-57	-57	-56	-27	-40	-9	-26	-29	
14	M	-8	-16	9	3	0	-11	-3	-6	-12	-2	-41	-51	-31	-16	-24	-4	-15	-28	
14	E-N	M	-8	-17	9	3	0	-10	-3	-6	-12	-2	-42	-52	-31	-18	-25	-4	-15	-28
15	E-N	M	-1	-6	6	9	6	-2	-1	3	-4	-0	-27	-37	-17	-8	-19	-3	-12	-23
14	Ago		-7	-13	11	3	4	-7	-2	-6	-9	-7	-34	-49	-19	-12	-8	-5	-15	-28
	Sep		-7	-13	10	2	-0	-10	-2	-8	-11	-0	-21	-35	-6	-11	-6	-5	-15	-27
	Oct		-6	-13	13	6	2	-7	-2	-1	-15	0	-23	-29	-17	-6	-10	-5	-15	-24
	Nov		-5	-12	8	5	6	-5	-3	3	-12	-	-27	-38	-16	-20	-7	-4	-13	-25
	Dic		-6	-14	9	5	1	-11	-4	-2	-14	1	-31	-36	-26	4	-13	-5	-14	-24
15	Ene		-5	-14	8	8	1	-12	-2	3	-11	-8	-31	-36	-25	-8	-15	-5	-14	-25
	Feb		-4	-12	7	7	7	-4	-2	-4	-6	-2	-28	-30	-27	-20	-33	-5	-15	-25
	Mar		-1	-8	4	8	10	2	0	2	-3	-1	-20	-37	-3	-9	2	-3	-11	-24
	Abr		-0	-4	3	7	13	-2	-3	7	1	-5	-29	-43	-15	-1	-23	-3	-11	-26
	May		1	-3	5	12	8	-1	-3	8	3	-0	-29	-40	-18	0	-14	-3	-11	-25
	Jun		0	-2	2	4	6	6	-2	7	-1	18	-29	-35	-24	-12	-33	-3	-11	-24
	Jul		-1	-6	6	9	3	-2	1	0	-3	4	-26	-39	-13	1	-45	-3	-11	-24
	Ago		0	-5	8	13	5	-5	1	6	-1	-8	-25	-38	-13	-3	-14	-4	-12	-23
	Sep		-0	-6	10	15	4	-3	3	8	-6	8	-27	-41	-13	-13	-10	-2	-11	-23
	Oct		-2	-6	11	10	7	-2	1	5	-10	-6	-28	-39	-16	-28	-19	-2	-10	-21
	Nov		-3	-7	8	7	4	-2	1	-4	-6	-4	-25	-32	-19	2	-8	-3	-12	-18

CLIMA EN LA INDUSTRIA
Saldo



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN
Saldo



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

a. La metodología de la ECI está disponible en <http://www.minetur.gob.es/es-ES/IndicadoresyEstadisticas/Industria/EncuestaCoyuntura/Documents/metodologiaeci.pdf> y de la ECC en <http://www.minetur.gob.es/es-ES/IndicadoresyEstadisticas/Industria/EncuestaCoyuntura/documents/metodologiaECC.pdf>

b. Corregidos de variaciones estacionales.

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

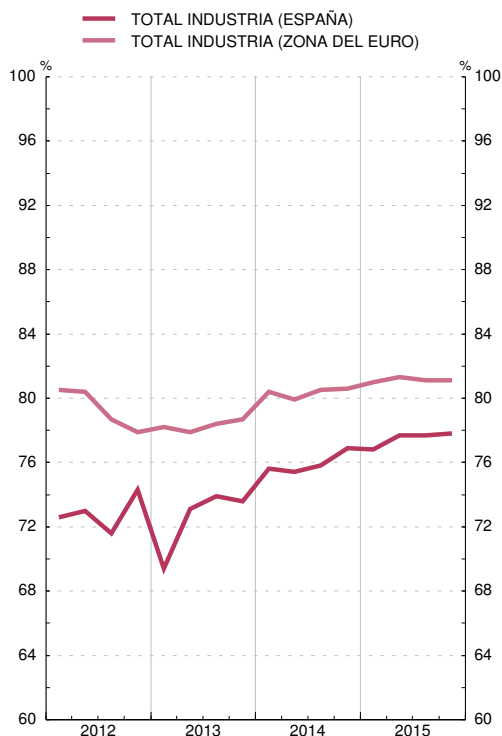
3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL (ECI). UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)(a)

■ Serie representada gráficamente.

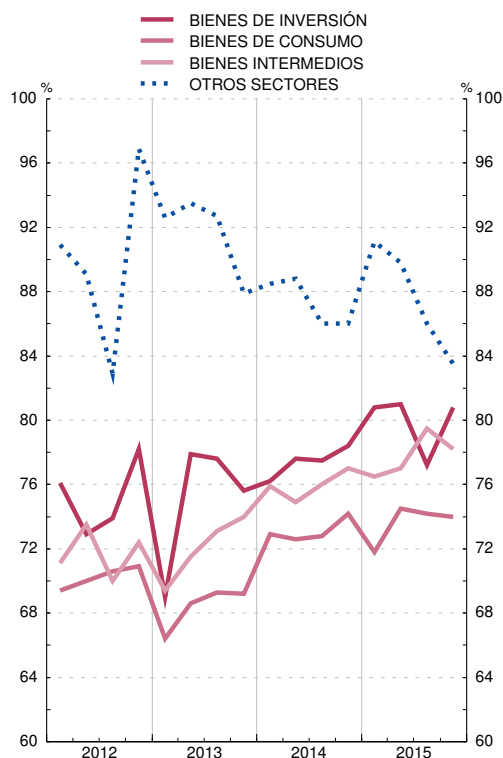
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de equipo			Bienes intermedios			Otros sectores (b)			Pro memoria: zona del euro. % de uti- lización de la capa- cidad pro- ductiva (c)
	% de utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	% de utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	% de utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	% de utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	% de utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	
	Nivel	Tendencia (expec- tativas)		Nivel	Tendencia (expec- tativas)		Nivel	Tendencia (expec- tativas)		Nivel	Tendencia (expec- tativas)		Nivel	Tendencia (expec- tativas)		
12	72,9	73,5	21	70,2	71,0	16	75,3	75,7	16	71,8	72,1	30	90,0	93,3	3	79,4
13	72,5	73,2	21	68,4	69,7	17	75,0	75,6	11	72,0	72,5	31	91,7	91,9	0	78,3
14	75,9	76,6	17	73,1	73,9	13	77,4	77,8	11	76,0	76,3	25	87,3	92,3	1	80,4
14 I-IV	75,9	76,6	17	73,1	73,9	13	77,4	77,8	11	76,0	76,3	25	87,3	92,3	1	80,4
15 I-IV	P 77,5	78,5	15	73,6	74,8	13	80,0	80,3	15	77,8	79,2	17	87,6	87,3	2	81,1
13 II	73,1	74,4	21	68,6	70,9	18	77,9	78,9	11	71,5	72,6	29	93,5	93,2	1	77,9
III	73,9	73,7	20	69,3	69,5	18	77,6	77,1	5	73,1	72,9	30	92,7	92,9	1	78,4
IV	73,6	74,2	20	69,2	71,5	16	75,6	75,2	10	74,0	74,1	29	87,9	89,0	0	78,7
14 I	75,6	75,7	20	72,9	70,6	16	76,2	77,7	10	75,9	76,5	30	88,5	92,5	1	80,4
II	75,4	77,2	19	72,6	75,0	15	77,6	78,5	12	74,9	76,5	27	88,8	92,3	2	79,9
III	75,8	76,2	16	72,8	74,8	15	77,5	78,3	10	76,0	74,8	20	86,0	90,6	1	80,5
IV	76,9	77,1	15	74,2	75,0	8	78,4	76,5	12	77,0	77,2	23	86,0	93,7	0	80,6
15 I	P 76,8	78,1	14	71,8	73,2	10	80,8	81,6	11	76,5	78,7	18	91,1	86,9	0	81,0
II	P 77,7	79,3	15	74,5	75,3	11	81,0	81,5	12	77,0	79,8	20	89,8	89,7	3	81,3
III	P 77,7	77,8	15	74,2	74,6	15	77,2	77,3	20	79,5	79,2	14	86,0	87,8	1	81,1
IV	P 77,8	78,8	16	74,0	75,9	14	80,8	80,8	18	78,2	79,0	16	83,5	84,9	4	81,1

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES
Porcentajes



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

a. La metodología de la ECI está disponible en <http://www.minetur.gob.es/es-ES/IndicadoresyEstadisticas/Industria/EncuestaCoyuntura/Documents/metodologiaeci.pdf>

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

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

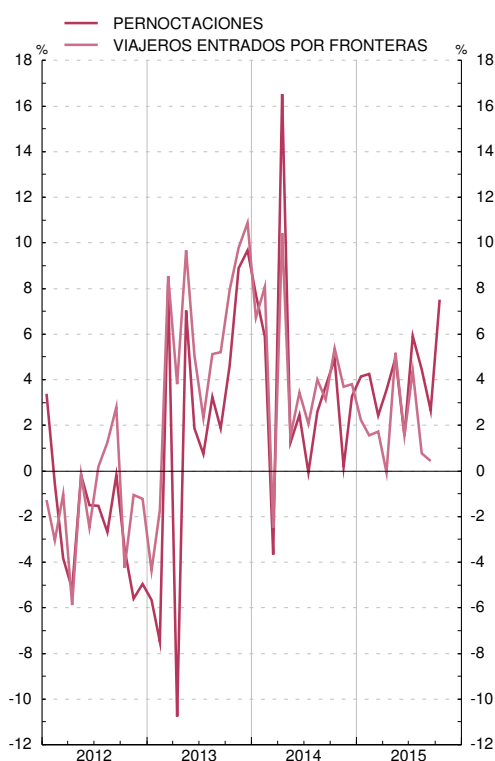
3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

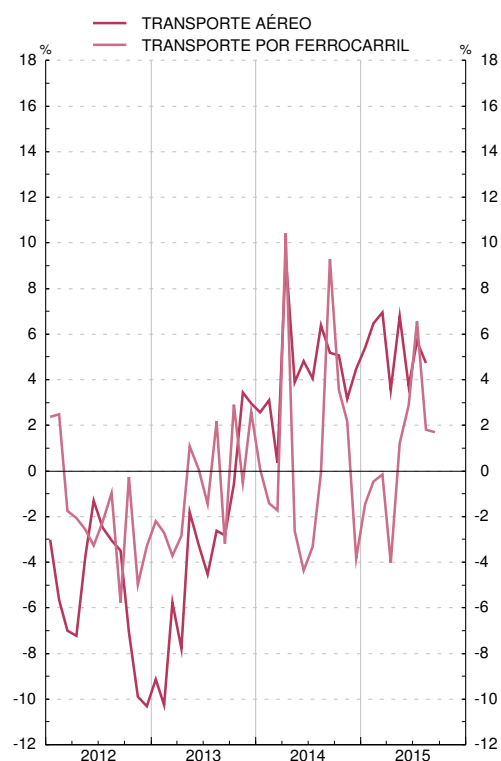
Tasas de variación interanual

	Viajeros alojados en hoteles		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					
	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
12	-2,8	1,0	-2,1	1,9	-1,1	2,3	-5,5	-5,0	-12,5	-0,5	-4,9	-0,5	4,1	-1,9	-1,5
13	1,0	3,3	1,9	3,8	5,2	5,6	4,7	-3,5	-14,0	2,1	-1,3	8,7	-3,2	-0,7	-4,1
14	4,8	4,6	3,2	2,8	3,9	7,0	-0,6	4,6	2,0	5,7	6,8	-6,1	4,2	0,6	15,0
14 E-O	4,9	4,7	3,4	2,9	3,9	7,4	-1,2	4,7	1,9	5,9	7,8	-6,0	4,0	0,9	14,4
15 E-O	P	5,9	5,3	4,2	3,3	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
14 Jul	2,5	1,3	-0,1	-1,9	2,1	5,5	-3,6	4,1	3,6	4,2	9,2	-7,4	4,8	-3,3	18,5
Ago	4,8	4,8	2,6	2,0	4,0	8,9	-2,5	6,4	5,7	6,6	6,5	-8,5	-1,7	-0,1	14,9
Sep	5,1	5,0	3,7	2,6	3,1	7,9	-4,6	5,2	5,5	5,1	14,1	-20,8	3,7	9,3	19,9
Oct	7,0	6,3	4,9	3,8	5,4	7,8	1,5	5,1	5,4	4,9	5,7	-8,0	9,5	3,6	15,7
Nov	0,6	1,5	0,2	1,9	3,7	2,9	4,7	3,2	1,7	3,9	3,4	-14,1	3,1	2,2	12,9
Dic	7,3	5,9	3,3	1,1	3,8	5,6	2,0	4,5	3,1	5,3	1,3	0,4	7,1	-3,8	24,7
15 Ene	P	7,6	5,4	4,2	1,0	2,2	3,6	0,6	5,4	2,5	6,9	1,6	1,0	-1,9	-0,9
Feb	P	5,7	6,5	4,3	2,7	1,5	5,3	-3,0	6,5	6,2	11,0	0,1	8,8	-0,5	3,3
Mar	P	6,3	1,6	2,4	-2,1	1,7	6,7	-4,6	7,0	6,5	7,2	8,1	0,6	5,9	-0,1
Abr	P	4,6	4,5	3,6	2,1	-0,1	2,8	-4,3	3,6	5,2	2,8	9,6	-7,0	4,5	-4,0
May	P	6,7	7,9	5,0	5,8	5,2	6,8	2,2	6,8	6,9	6,7	8,4	-7,7	6,1	1,2
Jun	P	4,4	2,5	1,6	-0,6	1,6	1,4	1,8	3,7	3,9	3,6	13,7	-5,3	8,4	2,9
Jul	P	7,2	7,0	5,9	5,3	4,4	6,3	1,0	5,7	6,5	5,4	10,4	29,4	3,7	6,6
Ago	P	4,9	5,2	4,5	4,0	0,8	1,6	-0,4	4,7	7,0	3,9	12,9	11,4	6,7	1,8
Sep	P	4,1	3,2	2,7	2,2	0,4	2,2	-2,9	...	...	...	...	...	1,7	...
Oct	P	8,9	9,0	7,5	8,6	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...

TURISMO
(Tendencia)



TRANSPORTE
(Tendencia)



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.

4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

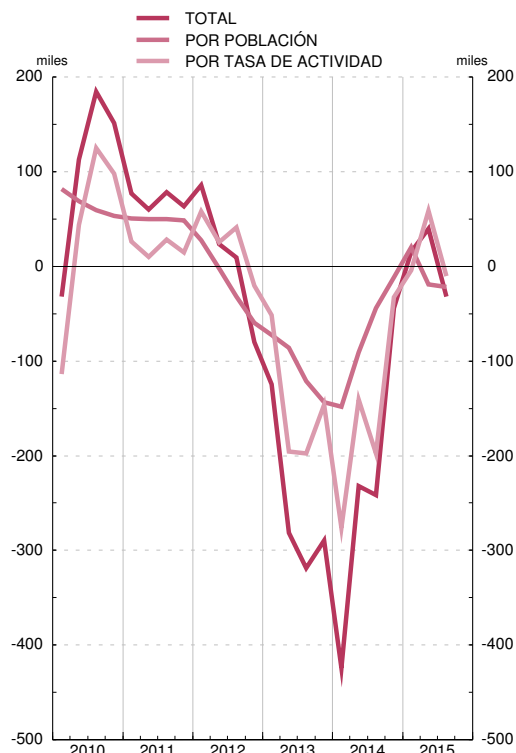
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

Población mayor de 16 años					Población activa					
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de actividad (%)	Miles de personas	Variación interanual (a)			1 T 4
							Total (Miles de personas)	Por población (Miles de personas)	Por tasa de actividad (Miles de personas)	
1		2	3		4	5	6	7	8	9
12	M	38 815	-27	-0,1	60,40	23 444	10	-16	26	0,0
13	M	38 639	-176	-0,5	60,02	23 190	-254	-106	-148	-1,1
14	M	38 515	-124	-0,3	59,60	22 955	-236	-74	-162	-1,0
14 I-III	M	38 512	-159	-0,4	59,54	22 931	-898	-284	-615	-1,3
15 I-III	M	38 500	-11	-0,0	59,58	22 938	23	-21	43	0,0
13 I		38 733	-121	-0,3	60,18	23 308	-125	-73	-52	-0,5
II		38 681	-143	-0,4	60,00	23 208	-282	-86	-196	-1,2
III		38 597	-202	-0,5	60,04	23 173	-319	-121	-197	-1,4
IV		38 543	-240	-0,6	59,86	23 071	-290	-144	-146	-1,2
14 I		38 484	-250	-0,6	59,46	22 884	-425	-148	-276	-1,8
II		38 528	-153	-0,4	59,63	22 976	-232	-91	-141	-1,0
III		38 523	-74	-0,2	59,53	22 932	-242	-44	-198	-1,0
IV		38 523	-20	-0,1	59,77	23 027	-44	-12	-32	-0,2
15 I		38 517	34	0,1	59,45	22 899	16	20	-4	0,1
II		38 497	-32	-0,1	59,79	23 016	40	-19	58	0,2
III		38 487	-36	-0,1	59,50	22 900	-32	-22	-11	-0,1

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA
Variaciones interanuales



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

a. Col. 7 = (col. 5 / col. 1) * col.2; Col.8 = (Variación interanual col. 4 / 100) * col. 1 (t-4).

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2011), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 2002. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

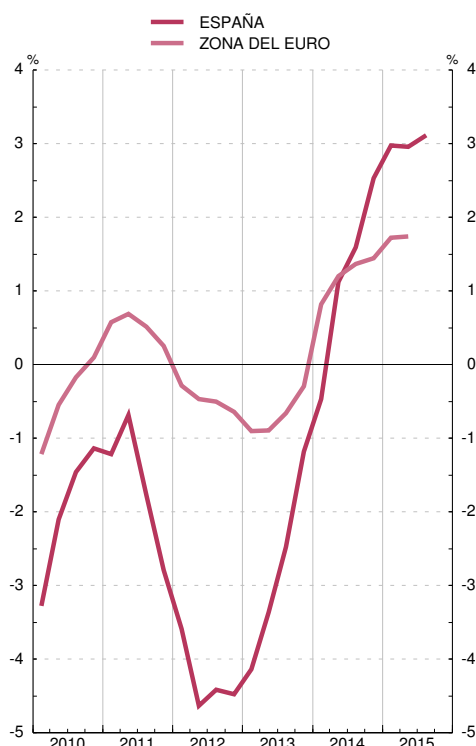
4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

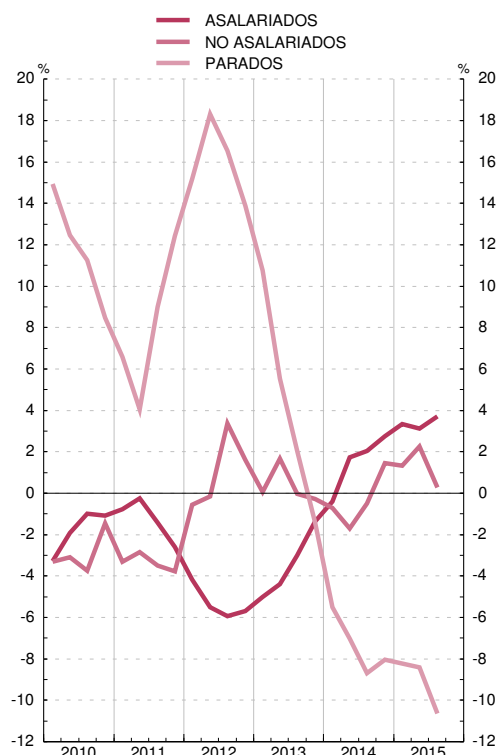
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados			Pro memoria: zona del euro		
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Tasa de paro (%)	Ocupados T 4	Tasa de paro (%)
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T 4						
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
12	M	17 633	-789	-4,3	14 573	-821	-5,3	3 059	32	1,1	5 811	798	15,9	24,79	-0,5	11,35
13	M	17 139	-494	-2,8	14 069	-504	-3,5	3 070	11	0,3	6 051	240	4,1	26,10	-0,7	12,01
14	M	17 344	205	1,2	14 286	217	1,5	3 058	-12	-0,4	5 610	-441	-7,3	24,44	1,2	11,62
14 I-III	M	17 269	129	0,8	14 220	159	1,1	3 049	-30	-1,0	5 661	-428	-7,0	24,69	1,1	11,67
15 I-III	M	17 790	521	3,0	14 702	482	3,4	3 088	39	1,3	5 148	-513	-9,1	22,44	...	11,01
13 I		17 030	-735	-4,1	13 987	-737	-5,0	3 043	2	0,1	6 278	610	10,8	26,94	-0,9	12,03
II		17 161	-598	-3,4	14 072	-648	-4,4	3 088	50	1,7	6 047	316	5,5	26,06	-0,9	12,06
III		17 230	-438	-2,5	14 124	-437	-3,0	3 106	-1	-0,0	5 943	119	2,0	25,65	-0,7	12,03
IV		17 135	-204	-1,2	14 093	-195	-1,4	3 042	-9	-0,3	5 936	-85	-1,4	25,73	-0,3	11,90
14 I		16 951	-80	-0,5	13 930	-58	-0,4	3 021	-22	-0,7	5 933	-345	-5,5	25,93	0,8	11,81
II		17 353	192	1,1	14 318	245	1,7	3 036	-53	-1,7	5 623	-424	-7,0	24,47	1,2	11,61
III		17 504	274	1,6	14 413	289	2,0	3 091	-15	-0,5	5 428	-516	-8,7	23,67	1,4	11,59
IV		17 569	434	2,5	14 483	390	2,8	3 086	44	1,5	5 458	-478	-8,1	23,70	1,4	11,46
15 I		17 455	504	3,0	14 394	464	3,3	3 061	40	1,3	5 445	-489	-8,2	23,78	1,7	11,18
II		17 867	514	3,0	14 762	445	3,1	3 104	69	2,3	5 149	-474	-8,4	22,37	1,7	11,03
III		18 049	545	3,1	14 949	536	3,7	3 100	9	0,3	4 851	-577	-10,6	21,18	...	10,80

OCUPADOS
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE
Tasas de variación interanual



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

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2011), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 2002. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

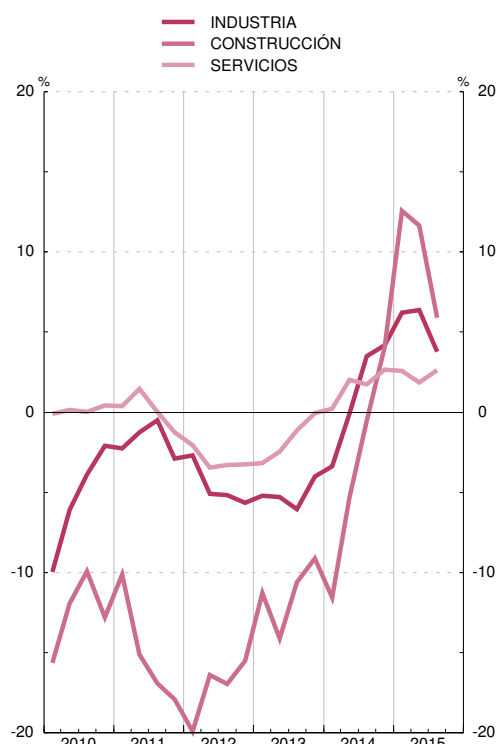
4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

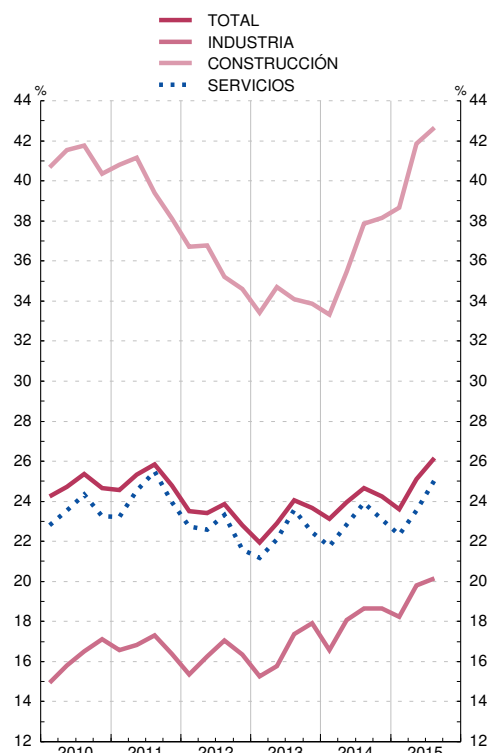
Tasas de variación interanual y porcentajes

		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria:
		Ocupa- dos	Asala- riados	Ratio de tempo- ralidad (%)	Ocupa- dos	Asala- riados	Ratio de tempo- ralidad (%)	Ocupa- dos	Asala- riados	Ratio de tempo- ralidad (%)	Ocupa- dos	Asala- riados	Ratio de tempo- ralidad (%)	Ocupa- dos	Asala- riados	Ratio de tempo- ralidad (%)	Ocupados ramas no agrarias
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
12	M	-4,3	-5,3	23,4	-1,6	-2,5	59,4	-4,6	-5,6	16,3	-17,3	-22,4	35,8	-3,0	-3,8	22,6	-4,4
13	M	-2,8	-3,5	23,1	-0,9	-1,8	59,5	-5,2	-4,6	16,6	-11,4	-14,0	34,0	-1,7	-2,5	22,3	-2,9
14	M	1,2	1,5	24,0	-0,1	5,0	62,0	1,0	1,1	18,0	-3,5	-2,8	36,2	1,7	1,8	22,9	1,3
14 I-III	M	0,8	1,1	23,9	2,1	9,4	62,6	-0,0	0,0	17,8	-5,9	-5,2	35,6	1,3	1,5	22,8	1,9
15 I-III	M	3,0	3,4	24,9	-2,1	0,3	60,5	5,4	6,0	19,4	9,9	10,0	41,1	2,4	2,6	23,6	3,0
13 I		-4,1	-5,0	21,9	-6,1	-8,8	57,6	-5,2	-4,7	15,3	-11,3	-14,0	33,4	-3,2	-4,3	21,2	-4,0
II		-3,4	-4,4	22,9	4,3	4,4	59,4	-5,3	-4,4	15,8	-14,1	-18,5	34,7	-2,4	-3,6	22,1	-3,7
III		-2,5	-3,0	24,1	-2,1	-2,8	57,2	-6,1	-5,5	17,4	-10,6	-12,8	34,1	-1,1	-1,8	23,6	-2,5
IV		-1,2	-1,4	23,7	0,4	0,4	63,8	-4,0	-3,9	17,9	-9,1	-10,3	33,9	-0,1	-0,3	22,5	-1,3
14 I		-0,5	-0,4	23,1	12,9	26,2	66,6	-3,4	-3,4	16,6	-11,6	-11,4	33,3	0,2	-0,1	21,8	-1,1
II		1,1	1,7	24,0	-1,8	3,5	63,4	-0,1	-0,1	18,1	-5,3	-3,1	35,5	2,0	2,3	22,8	1,3
III		1,6	2,0	24,6	-4,8	-1,9	57,8	3,5	3,6	18,6	-0,5	-0,9	37,9	1,8	2,1	23,9	1,9
IV		2,5	2,8	24,2	-6,2	-6,5	60,3	4,2	4,4	18,7	4,0	4,7	38,1	2,6	2,7	23,1	2,9
15 I		3,0	3,3	23,6	-11,3	-16,3	59,8	6,2	6,8	18,2	12,6	12,7	38,7	2,6	3,0	22,3	3,7
II		3,0	3,1	25,1	0,1	4,6	62,3	6,4	7,0	19,8	11,6	10,9	41,9	1,9	1,8	23,5	3,1
III		3,1	3,7	26,2	6,5	18,0	59,3	3,8	4,3	20,1	5,9	6,5	42,7	2,6	3,0	25,0	3,0

OCUPADOS
Tasas de variación interanual



RATIOS DE TEMPORALIDAD
Porcentajes



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

a. CNAE 2009. Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 4 y 6.

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2011), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 2002. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005 se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

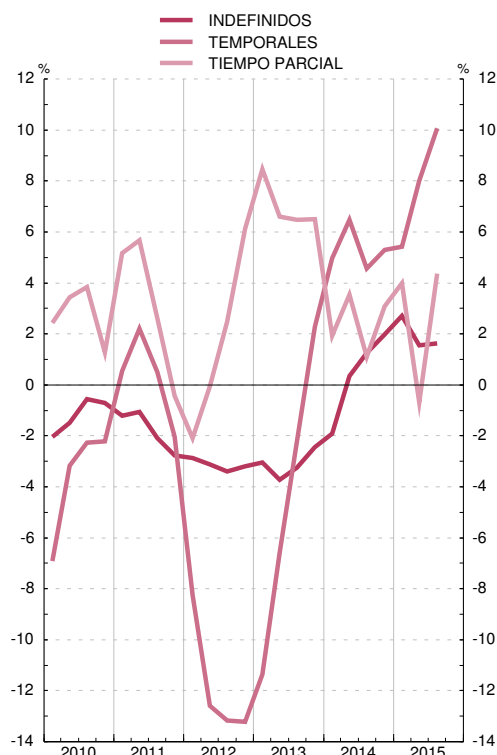
4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

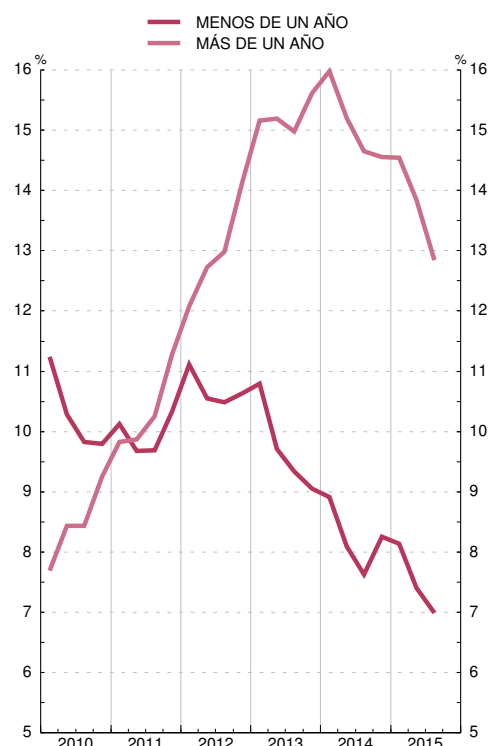
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		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
12	M	-363	-3,1	-458	-11,8	23,41	-855	-6,5	34	1,6	15,34	10,69	7,5	12,98	26,0
13	M	-348	-3,1	-156	-4,6	23,14	-661	-5,4	157	7,0	17,00	9,72	-10,1	15,24	16,1
14	M	43	0,4	173	5,3	23,99	158	1,4	58	2,4	17,15	8,22	-16,3	15,10	-1,9
14 I-III	M	-13	-0,1	155	4,6	23,91	264	2,2	53	2,2	17,09	8,21	-18,5	15,28	-0,2
15 I-III	M	213	2,0	358	10,1	24,95	434	3,6	60	2,5	16,94	7,51	-8,5	13,75	-10,0
13 I		-343	-3,0	-394	-11,4	21,94	-922	-7,4	185	8,5	16,98	10,79	-3,5	15,16	24,8
II		-421	-3,7	-228	-6,6	22,89	-800	-6,4	152	6,6	17,37	9,71	-9,1	15,20	18,0
III		-360	-3,2	-77	-2,2	24,05	-578	-4,7	141	6,5	16,37	9,33	-12,2	14,98	13,9
IV		-270	-2,4	74	2,3	23,66	-344	-2,9	149	6,5	17,30	9,05	-15,9	15,62	9,2
14 I		-210	-1,9	153	5,0	23,13	-103	-0,9	46	1,9	17,37	8,91	-18,9	15,98	3,5
II		37	0,3	209	6,5	23,95	159	1,4	86	3,5	17,67	8,10	-17,4	15,21	-0,9
III		135	1,3	155	4,6	24,64	264	2,2	26	1,1	16,22	7,63	-19,1	14,65	-3,2
IV		213	2,0	177	5,3	24,24	314	2,7	75	3,1	17,36	8,26	-8,9	14,56	-7,0
15 I		290	2,7	175	5,4	23,60	368	3,2	96	4,0	17,48	8,13	-8,7	14,55	-8,9
II		170	1,6	275	8,0	25,09	462	3,9	-17	-0,7	17,02	7,41	-8,4	13,84	-8,8
III		178	1,6	358	10,1	26,15	434	3,6	102	4,4	16,32	6,98	-8,6	12,85	-12,4

ASALARIADOS
Tasas de variación interanual



PARADOS
Tasa de paro



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

Nota general a los cuadros de la EPA: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2011), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 2002. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

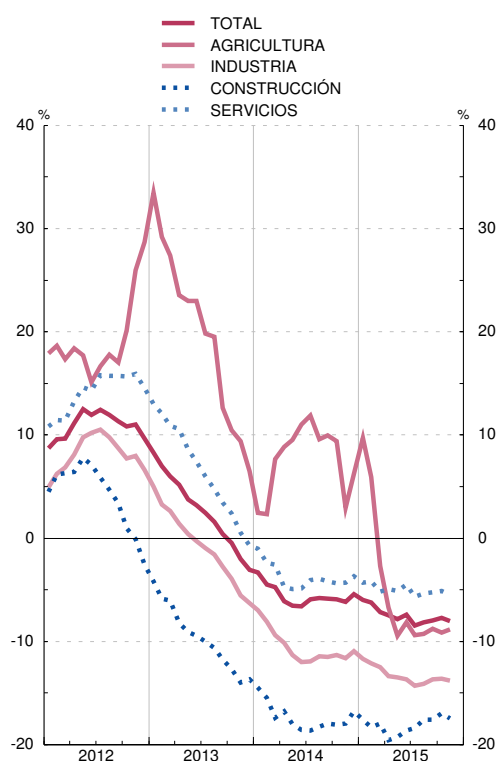
4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

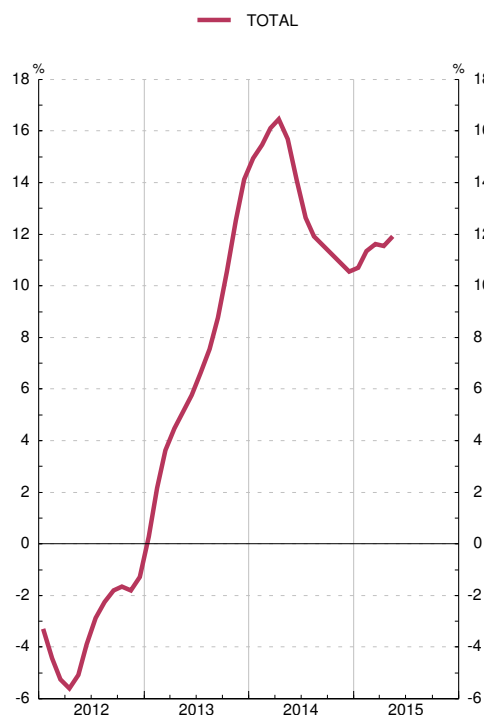
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos					Colocaciones	
		Total			Sin empleo anterior(a)	Anteriormente empleados (a)						Total		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	Agri-cultura	No agrícola										
								Total	Industria	Construcción	Servicios							
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
12	M	4 720	463	10,9	3,4	11,6	19,3	11,3	8,1	4,2	14,1	1 187	-1,3	9,87	34,63	90,13	1 169	-3,7
13	M	4 845	125	2,6	-3,3	3,3	19,8	2,6	-0,7	-9,6	6,6	1 233	3,9	7,78	35,31	92,22	1 257	7,6
14	M	4 576	-269	-5,6	1,7	-6,2	7,7	-6,8	-10,6	-17,4	-3,7	1 394	13,1	8,09	35,20	91,91	1 423	13,2
14 E-N	M	4 588	-271	-5,6	1,6	-6,2	7,8	-6,9	-10,5	-17,4	-3,8	1 395	13,6	8,17	35,36	91,83	1 421	13,3
15 E-N	M	4 245	-343	-7,5	-4,1	-7,8	-5,2	-7,9	-13,3	-18,1	-5,0	1 544	10,7	8,29	35,67	91,71	...	...
14 Oct		4 527	-285	-5,9	1,5	-6,6	9,4	-7,3	-11,3	-18,1	-4,3	1 702	7,6	8,75	38,22	91,25	1 742	7,0
Nov		4 512	-297	-6,2	1,1	-6,8	3,0	-7,3	-11,6	-17,9	-4,3	1 385	11,6	8,49	34,37	91,51	1 397	11,5
Dic		4 448	-254	-5,4	2,4	-6,1	6,2	-6,7	-10,9	-16,8	-3,7	1 384	7,2	7,21	33,48	92,79	1 442	11,6
15 Ene		4 526	-289	-6,0	-0,7	-6,4	9,7	-7,2	-11,7	-17,6	-4,3	1 368	8,6	8,79	32,14	91,21	1 321	3,9
Feb		4 512	-300	-6,2	-1,2	-6,7	5,9	-7,3	-12,1	-18,3	-4,2	1 227	12,5	9,80	34,32	90,20	1 237	12,3
Mar		4 452	-344	-7,2	-1,3	-7,7	-2,7	-8,0	-12,5	-17,9	-5,2	1 442	18,5	10,01	35,64	89,99	1 457	17,7
Abr		4 333	-351	-7,5	-1,0	-8,1	-6,7	-8,2	-13,4	-19,6	-4,9	1 440	11,1	8,57	35,62	91,43	1 467	10,5
May		4 215	-357	-7,8	-2,4	-8,3	-9,4	-8,3	-13,5	-19,3	-5,1	1 573	7,9	7,92	35,53	92,08	1 609	8,0
Jun		4 120	-329	-7,4	-3,7	-7,7	-8,2	-7,7	-13,6	-18,6	-4,5	1 726	13,6	7,35	36,90	92,65	1 727	13,0
Jul		4 046	-374	-8,5	-6,9	-8,6	-9,4	-8,6	-14,3	-18,4	-5,7	1 796	9,1	6,90	37,84	93,10	1 784	8,3
Ago		4 068	-360	-8,1	-6,9	-8,2	-9,3	-8,2	-14,1	-17,6	-5,4	1 248	10,0	6,43	35,23	93,57	1 277	9,8
Sep		4 094	-354	-8,0	-7,2	-8,0	-8,7	-8,0	-13,7	-17,6	-5,2	1 796	9,9	8,52	36,80	91,48	1 885	9,0
Oct		4 176	-350	-7,7	-6,9	-7,8	-9,1	-7,7	-13,6	-17,0	-5,1	1 761	3,4	8,61	38,20	91,39	1 806	3,7
Nov		4 149	-363	-8,0	-7,5	-8,1	-8,8	-8,1	-13,8	-17,5	-5,5	1 605	15,8	8,28	34,16	91,72	...	...

PARO REGISTRADO
Tasas de variación interanual



COLOCACIONES
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

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

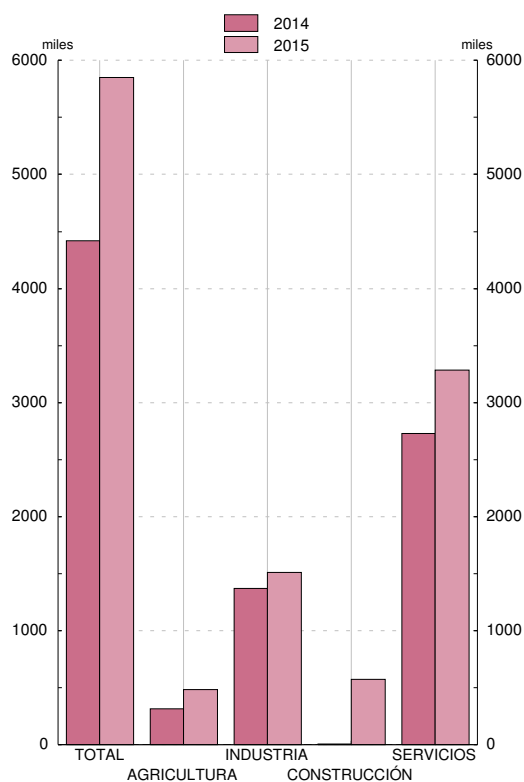
4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

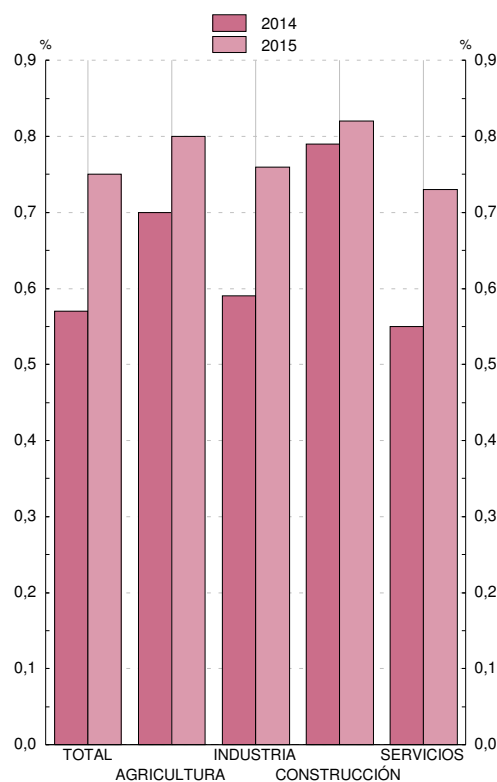
Miles de personas y porcentajes. Datos acumulados

		Según mes de inicio de efectos económicos (a)	Según mes de registro																
			Miles de trabajadores afectados								Incremento salarial medio pactado								
			Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%) (b)(c)	Año de firma anterior al de efectos económicos	Año de firma igual al de efectos económicos	Total	Variación inter-anual	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	Año de firma anterior al de efectos económicos	Año de firma igual al de efectos económicos	Total	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
12			10 099	1,00	...	...	6 078	-189	392	1 323	417	3 947	...	...	1,31	1,81	1,41	1,07	1,25
13			10 265	0,53	...	...	5 041	-1 038	229	1 411	351	3 049	...	...	0,57	0,95	0,49	0,58	0,58
14	P		8 238	0,56	3 171	1 585	4 756	-285	393	1 421	16	2 927	0,54	0,62	0,57	0,68	0,58	0,63	0,54
14	Jun	P	7 830	0,56	2 981	622	3 603	1 527	308	1 232	4	2 059	0,55	0,52	0,54	0,70	0,59	1,31	0,49
	Jul	P	8 036	0,56	3 009	759	3 768	1 333	310	1 238	4	2 216	0,54	0,59	0,55	0,70	0,59	1,29	0,51
	Ago	P	8 049	0,56	3 038	836	3 874	482	312	1 290	4	2 267	0,54	0,57	0,55	0,70	0,58	1,21	0,51
	Sep	P	8 146	0,56	3 060	1 137	4 197	478	313	1 336	5	2 544	0,54	0,62	0,56	0,70	0,58	1,22	0,54
	Oct	P	8 227	0,56	3 100	1 227	4 327	118	313	1 350	7	2 658	0,54	0,64	0,57	0,70	0,58	0,79	0,55
	Nov	P	8 236	0,56	3 130	1 289	4 418	-162	313	1 369	7	2 729	0,54	0,64	0,57	0,70	0,59	0,79	0,55
	Dic	P	8 238	0,56	3 171	1 585	4 756	-285	393	1 421	16	2 927	0,54	0,62	0,57	0,68	0,58	0,63	0,54
15	Ene	P	5 572	0,74	1 031	4	1 035	68	40	371	26	597	0,63	0,51	0,63	0,99	0,59	0,50	0,64
	Feb	P	5 575	0,74	1 611	21	1 632	-67	241	527	26	839	0,67	0,61	0,67	0,80	0,68	0,50	0,64
	Mar	P	5 577	0,74	1 977	50	2 027	-682	241	634	26	1 126	0,69	0,39	0,69	0,80	0,73	0,50	0,64
	Abr	P	5 683	0,75	2 232	181	2 413	-654	270	643	26	1 474	0,70	0,82	0,71	0,81	0,73	0,50	0,69
	May	P	5 687	0,75	2 488	220	2 708	-793	276	675	176	1 580	0,73	0,75	0,73	0,81	0,72	1,31	0,66
	Jun	P	5 717	0,75	2 637	293	2 930	-673	276	710	250	1 693	0,73	0,77	0,73	0,81	0,73	1,10	0,67
	Jul	P	5 807	0,76	3 150	1 053	4 203	435	337	896	322	2 649	0,73	0,75	0,74	0,79	0,68	0,99	0,72
	Ago	P	5 809	0,76	3 271	1 489	4 759	885	351	1 241	460	2 707	0,73	0,77	0,74	0,80	0,74	0,87	0,71
	Sep	P	5 812	0,76	3 521	1 643	5 164	967	361	1 301	492	3 011	0,74	0,77	0,75	0,80	0,74	0,85	0,73
	Oct	P	5 852	0,76	3 689	1 895	5 584	1 257	441	1 463	511	3 169	0,74	0,79	0,75	0,83	0,75	0,84	0,73
	Nov	P	5 853	0,76	3 817	2 036	5 853	1 435	483	1 511	572	3 287	0,73	0,80	0,75	0,80	0,76	0,82	0,73

TRABAJADORES AFECTADOS
Enero - Noviembre



INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO
Enero - Noviembre



FUENTE: Ministerio de Empleo y Seguridad Social, Estadística de Convenios Colectivos de Trabajo.

a. Los datos incluyen los convenios registrados después de diciembre de cada año.

b. Hasta el año 2010, incorpora las revisiones por cláusula de salvaguarda.

c. La información de convenios registrados en 2013 con efectos económicos en 2013 no es homogénea con la del mismo periodo del año anterior.

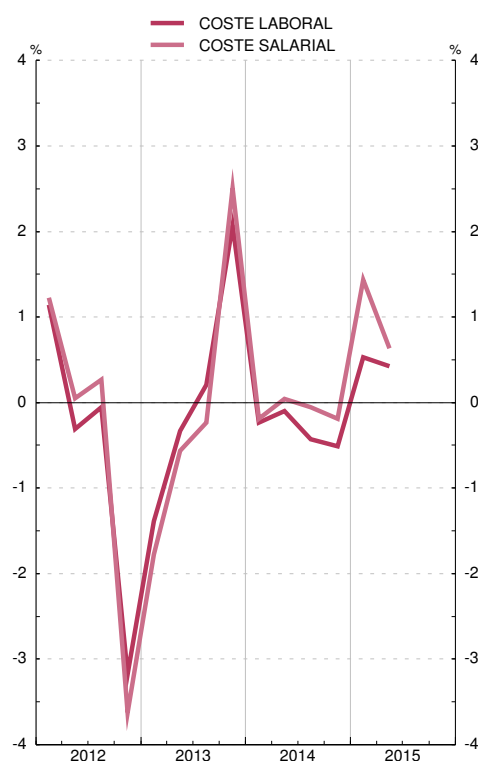
4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

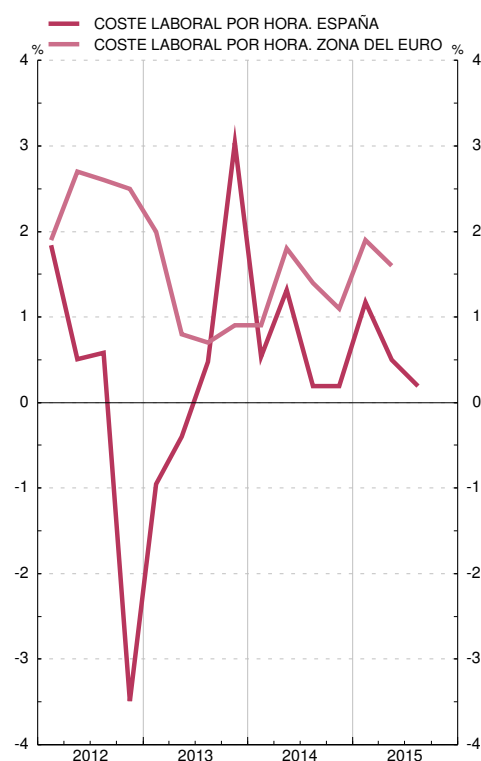
Tasas de variación interanual

		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
12	M	-0,6	1,9	1,5	-1,3	-0,1	-0,6	1,2	1,3	-1,1	-0,1	-0,8	-0,2	2,4
13	M	0,2	1,8	0,5	-0,1	0,5	0,0	1,9	0,5	-0,4	0,4	0,6	0,6	1,1
14	M	-0,3	1,3	-0,2	-0,6	0,1	-0,1	1,5	0,7	-0,5	0,3	-1,0	0,5	1,3
14 I-III	M	-0,3	1,3	-0,2	-0,5	0,5	-0,1	1,7	0,5	-0,4	0,7	-0,8	0,7	1,4
15 I-III	M	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	0,6	...
13 I		-1,4	1,5	-0,8	-2,0	2,1	-1,8	1,4	-0,5	-2,6	1,8	-0,3	-1,0	2,0
II		-0,3	1,8	1,8	-0,8	-2,4	-0,6	1,8	1,5	-1,2	-2,6	0,4	-0,4	0,8
III		0,2	2,5	0,2	-0,2	0,5	-0,2	2,1	0,5	-0,8	0,1	1,4	0,5	0,7
IV		2,1	1,4	0,7	2,6	1,8	2,5	2,3	0,5	2,8	2,2	0,8	3,0	0,9
14 I		-0,2	1,0	0,4	-0,5	-1,8	-0,2	1,4	-0,0	-0,5	-1,8	-0,4	0,5	0,9
II		-0,1	1,8	-1,3	-0,3	3,5	0,0	2,1	0,4	-0,3	3,7	-0,5	1,3	1,8
III		-0,4	1,0	0,4	-0,7	-0,1	-0,1	1,7	1,2	-0,4	0,3	-1,5	0,2	1,4
IV		-0,5	1,4	-0,2	-0,9	-1,2	-0,2	0,9	1,1	-0,5	-0,8	-1,5	0,2	1,1
15 I		0,5	-0,3	-1,1	0,9	1,2	1,4	0,6	1,0	1,7	2,1	-1,9	1,2	1,9
II		0,4	-0,4	-0,8	0,8	0,2	0,6	0,2	-1,4	0,9	0,4	-0,2	0,5	1,6
III		...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	0,2	...

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 2012).

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

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

■ Serie representada gráficamente.

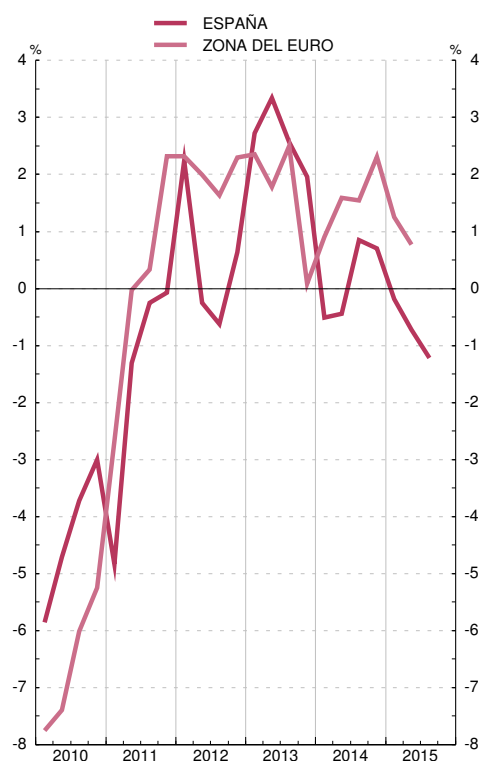
Tasas de variación interanual

		Costes laborales unitarios				Total economía				Pro memoria			
		Total economía		Industria		Remuneración por asalariado		Productividad		PIB (en volumen)		Empleo (ocupados) Total economía	
		España	Zona euro 19	España	Zona euro 19	España (b)	Zona euro 19	España	Zona euro 19	España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
12	P	-3,0	1,9	0,5	2,1	-0,6	1,6	2,4	-0,3	-2,6	-0,8	-4,9	-0,5
13	P	-0,2	1,2	2,6	1,7	1,7	1,6	1,9	0,4	-1,7	-0,3	-3,5	-0,7
14	A	-0,8	1,2	0,1	1,6	-0,6	1,4	0,3	0,3	1,4	1,1	1,1	1,2
12 / IV	P	-5,1	1,6	0,6	2,3	-3,0	1,3	2,2	-0,4	-3,1	-1,0	-5,3	-0,6
13 /	P	-1,1	1,7	2,7	2,4	0,9	1,5	2,1	-0,2	-2,7	-1,1	-4,7	-0,9
II	P	-1,0	1,0	3,3	1,8	1,1	1,5	2,1	0,5	-2,1	-0,4	-4,2	-0,9
III	P	-0,4	1,1	2,6	2,5	1,4	1,7	1,8	0,6	-1,5	-0,1	-3,3	-0,7
IV	P	1,9	1,0	2,0	0,1	3,6	1,9	1,7	0,9	-0,3	0,6	-1,9	-0,3
14 /	A	-1,7	0,9	-0,5	0,9	-0,6	1,7	1,2	0,8	0,4	1,3	-0,7	0,8
II	A	-0,7	1,2	-0,4	1,6	-0,5	1,3	0,2	0,1	1,2	0,9	1,0	1,2
III	A	-0,7	1,3	0,8	1,5	-0,7	1,3	0,0	-	1,7	1,0	1,7	1,4
IV	A	-0,2	1,3	0,7	2,3	-0,5	1,3	-0,3	0,1	2,1	1,1	2,4	1,4
15 /	A	1,0	0,9	-0,2	1,3	0,7	1,4	-0,3	0,4	2,7	1,6	2,9	1,7
II	A	0,2	0,8	-0,7	0,8	0,4	1,4	0,2	0,7	3,2	1,9	3,0	1,7
III	A	0,1	...	-1,2	...	0,3	...	0,2	...	3,4	1,9	3,1	...

COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL
Tasas de variación interanual



COSTES LABORALES UNITARIOS: INDUSTRIA
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2010) y EUROSTAT.

a. Series corregidas de efectos estacionales y de calendario. España: elaborado según el SEC2010; zona euro: elaborado según el SEC2010. b. Empleo equivalente a tiempo completo.

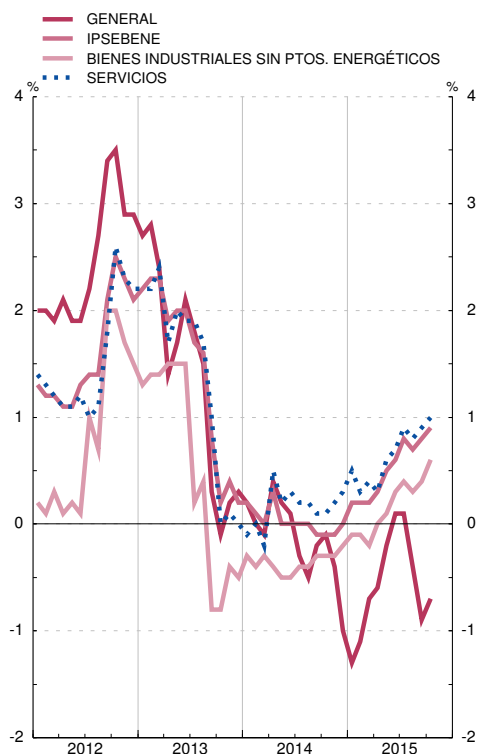
5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2011 = 100

■ Serie representada gráficamente.

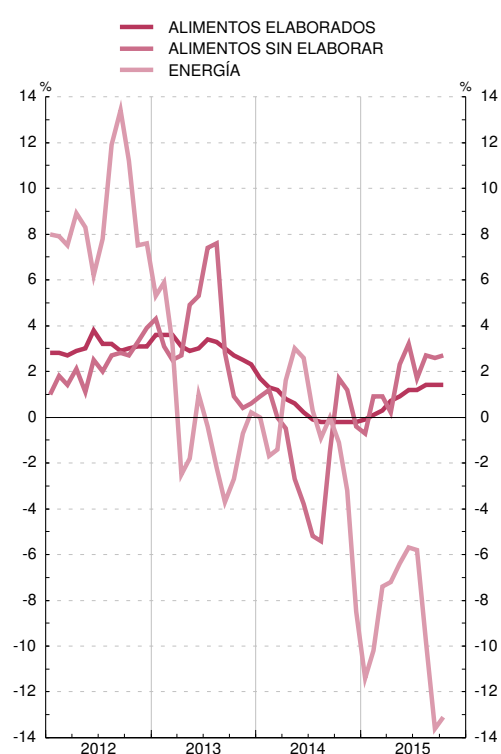
Índices y tasas de variación interanual

		Índice general (100%)				Tasa de variación interanual (T ₁₂)						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2005)	
		Serie original	m ₁ (a)	T ₁₂ (b)	s/ T _{dic} (c)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	T ₁₂
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
12	M	102,4	—	2,5	2,9	2,3	3,0	0,8	8,9	1,5	1,6	111,6	9,9
13	M	103,9	—	1,4	0,3	3,5	3,1	0,6	0,1	1,4	1,5	114,6	2,7
14	M	103,7	—	-0,1	-1,0	-1,2	0,4	-0,4	-0,8	0,2	0,0	106,5	-7,0
14	E-O	M	103,7	-0,0	-0,0	-0,8	-1,6	0,5	-0,4	0,2	0,1	106,8	-7,2
15	E-O	M	103,1	-0,0	-0,6	-0,3	1,7	0,9	0,2	-9,1	0,6	...	...
14	Jul	103,3	-0,9	-0,3	-1,2	-5,2	-0,1	-0,4	0,3	0,2	-	96,5	-10,0
	Ago	103,5	0,2	-0,5	-1,0	-5,4	-0,2	-0,4	-0,9	0,2	-	97,6	-6,3
	Sep	103,7	0,2	-0,2	-0,9	-1,5	-0,2	-0,3	-	0,1	-0,1	107,0	-5,7
	Oct	104,2	0,5	-0,1	-0,4	1,7	-0,2	-0,3	-1,1	0,1	-0,1	107,4	-9,0
	Nov	104,1	-0,1	-0,4	-0,5	1,2	-0,2	-0,3	-3,2	0,2	-0,1	107,8	-2,9
	Dic	103,5	-0,6	-1,0	-1,0	-0,4	-0,2	-0,2	-8,5	0,3	-	106,7	-9,3
15	Ene	101,8	-1,6	-1,3	-1,6	-0,7	-0,1	-0,1	-11,4	0,5	0,2	...	...
	Feb	102,0	0,2	-1,1	-1,4	0,9	0,1	-0,1	-10,2	0,3	0,2	...	...
	Mar	102,7	0,6	-0,7	-0,8	0,9	0,3	-0,2	-7,4	0,4	0,2	...	...
	Abr	103,6	0,9	-0,6	0,1	0,2	0,7	-	-7,2	0,3	0,3	...	...
	May	104,1	0,5	-0,2	0,6	2,3	0,9	0,1	-6,4	0,6	0,5	...	...
	Jun	104,4	0,3	0,1	0,9	3,2	1,2	0,3	-5,7	0,7	0,6	...	...
	Jul	103,4	-0,9	0,1	-0,1	1,7	1,2	0,4	-5,8	0,9	0,8	...	...
	Ago	103,1	-0,3	-0,4	-0,4	2,7	1,4	0,3	-9,8	0,8	0,7	...	...
	Sep	102,8	-0,3	-0,9	-0,7	2,6	1,4	0,4	-13,6	0,9	0,8	...	...
	Oct	103,4	0,6	-0,7	-0,1	2,7	1,4	0,6	-13,1	1,0	0,9	...	...

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



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE, Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente.

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

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

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

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

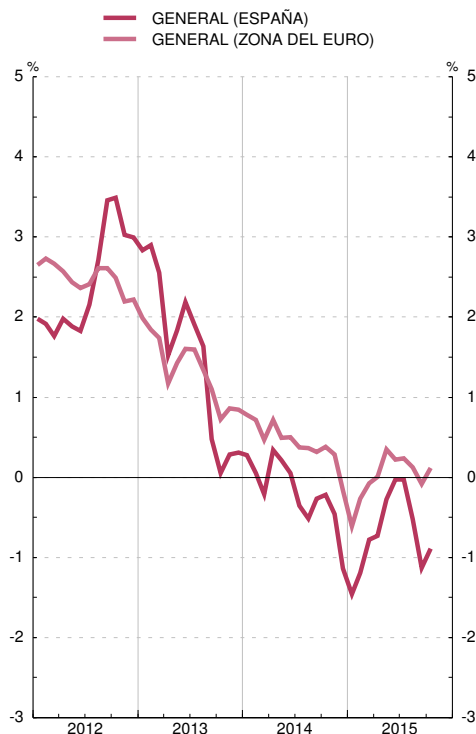
5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

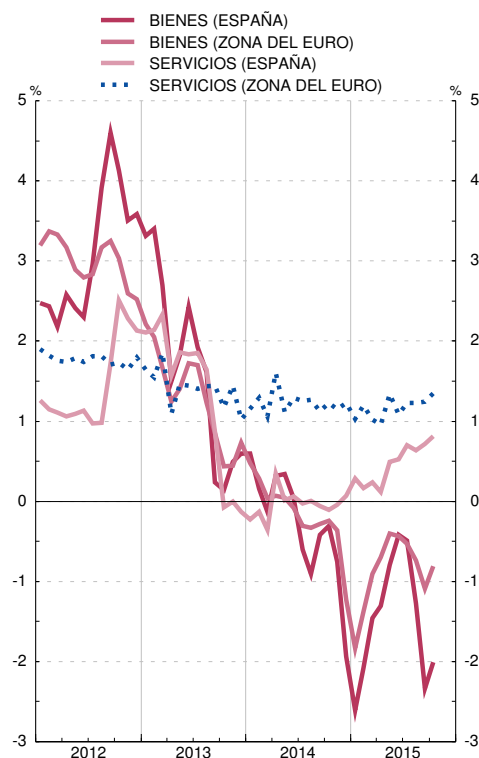
Tasas de variación interanual

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

ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL
Tasas de variación interanual



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES
Tasas de variación interanual



FUENTE: Eurostat.

a. Desde enero de 2011 se han incorporado las normas del Reglamento CE N°330/2009 de la Comisión Europea sobre el tratamiento de los productos estacionales, lo que provoca una ruptura de las series. Las series construidas con la nueva metodología sólo están disponibles desde enero de 2010. Las tasas interanuales aquí presentadas para 2010 son las difundidas por Eurostat, construidas haciendo uso de la serie con la nueva metodología para 2010 y de la serie con la antigua para 2009. De esta forma, esas tasas ofrecen una visión distorsionada al comparar índices de precios con dos metodologías diferentes. Las tasas interanuales del IAPC en 2010 calculadas de modo coherente haciendo uso solamente de la metodología anterior y que por tanto son homogéneas, son las siguientes: Ene:1,1; Feb:0,9; Mar:1,5; Abr:1,6; May:1,8; Jun:1,5; Jul:1,9; Ago:1,8; Sep:2,1; Oct:2,3; Nov:2,2; Dic:2,9. Pueden consultarse notas metodológicas más detalladas en la página de Eurostat en la Red (www.europa.eu.int)

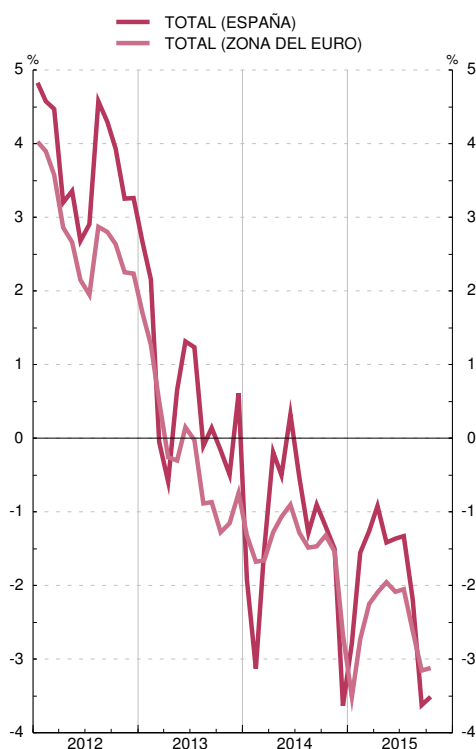
5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2010 = 100

■ Serie representada gráficamente.

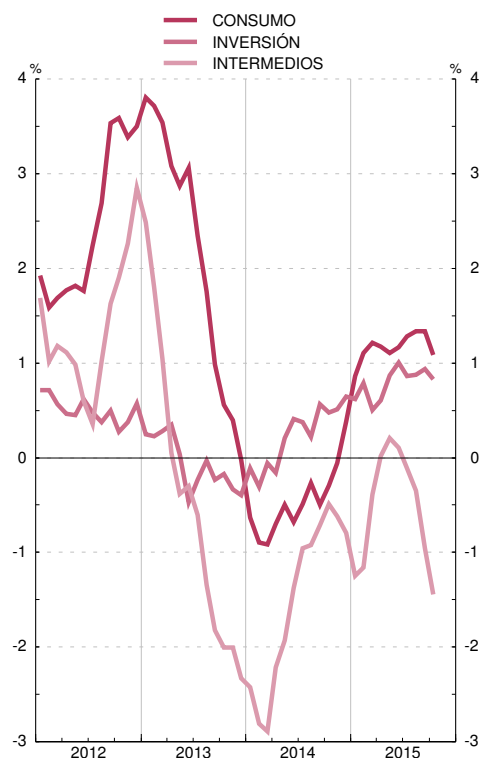
Tasas de variación interanual

		General			Bienes de consumo		Bienes de equipo		Bienes intermedios		Energía		Pro memoria: zona del euro				
		Serie original	m ¹ (a)	T ¹ 12	m ¹ (a)	T ¹ 12	m ¹ (a)	T ¹ 12	m ¹ (a)	T ¹ 12	m ¹ (a)	T ¹ 12	Total	Bienes de consumo	Bienes de inversión	Bienes Intermedios	Energía
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
													T ¹ 12	T ¹ 12	T ¹ 12	T ¹ 12	T ¹ 12
12	M	111,0	—	3,8	—	2,5	—	0,5	—	1,4	—	9,7	2,8	2,5	1,0	0,7	6,6
13	M	111,7	—	0,6	—	2,2	—	-0,1	—	-0,5	—	0,5	-0,2	1,7	0,6	-0,6	-1,6
14	M	110,2	—	-1,3	—	-0,5	—	0,2	—	-1,5	—	-3,1	-1,5	0,1	0,4	-1,1	-4,4
14 E-O	M	110,5	—	-1,1	—	-0,6	—	0,2	—	-1,7	—	-1,9	-1,3	0,2	0,4	-1,1	-3,9
15 E-O	MP	108,3	—	-2,0	—	1,2	—	0,8	—	-0,5	—	-8,8	-2,6	-0,7	0,7	-1,2	-7,9
14	Jul	111,6	0,1	-0,5	0,2	-0,5	0,2	0,4	-0,0	-1,0	-0,1	-0,7	-1,3	0,2	0,4	-0,6	-4,0
	Ago	110,6	-0,9	-1,3	0,3	-0,3	0,0	0,2	-0,2	-0,9	-3,3	-3,7	-1,5	-0,0	0,5	-0,6	-4,9
	Sep	111,3	0,6	-0,9	-0,2	-0,5	0,2	0,6	0,1	-0,7	2,2	-2,4	-1,5	-0,4	0,6	-0,5	-4,5
	Oct	110,3	-0,8	-1,2	-0,2	-0,3	-0,1	0,5	-0,1	-0,5	-2,7	-4,0	-1,3	-0,6	0,6	-0,4	-4,1
	Nov	109,1	-1,2	-1,5	0,0	-0,1	-0,1	0,5	-0,3	-0,6	-4,1	-5,5	-1,5	-0,6	0,6	-0,5	-4,9
	Dic	107,9	-1,1	-3,6	0,2	0,4	0,1	0,6	-0,3	-0,8	-4,1	-13,3	-2,7	-0,7	0,6	-1,0	-8,3
15	Ene	107,4	-0,5	-2,8	0,4	0,9	0,2	0,6	-0,3	-1,2	-2,0	-10,4	-3,5	-0,9	0,7	-1,7	-10,5
	Feb	107,7	0,2	-1,6	0,1	1,1	0,0	0,8	-0,2	-1,2	1,0	-6,4	-2,7	-0,7	0,7	-1,7	-8,0
	Mar	108,1	0,5	-1,3	0,1	1,2	-0,0	0,5	0,6	-0,4	0,9	-6,1	-2,3	-0,6	0,7	-1,2	-6,7
	Abr	108,6	0,5	-0,9	0,1	1,2	0,1	0,6	0,6	0,0	1,0	-5,4	-2,1	-0,8	0,8	-0,8	-6,3
	May	109,0	0,3	-1,4	0,1	1,1	0,3	0,9	0,2	0,2	0,8	-7,5	-2,0	-0,8	0,7	-0,6	-6,2
	Jun	110,0	0,9	-1,4	0,1	1,2	0,1	1,0	0,1	0,1	3,2	-7,4	-2,1	-0,8	0,7	-0,6	-6,7
	Jul	110,1	0,1	-1,3	0,3	1,3	0,1	0,9	-0,2	-0,1	0,3	-7,1	-2,0	-0,8	0,7	-0,8	-6,5
	Ago	108,2	-1,7	-2,2	0,3	1,3	0,0	0,9	-0,5	-0,3	-6,2	-9,9	-2,6	-0,7	0,6	-1,1	-8,1
	Sep	107,2	-0,9	-3,6	-0,2	1,3	0,3	0,9	-0,5	-1,0	-2,9	-14,3	-3,2	-0,4	0,6	-1,6	-9,9
	Oct	106,5	-0,7	-3,5	-0,4	1,1	-0,2	0,8	-0,6	-1,4	-1,4	-13,2	-3,1	-0,1	0,6	-1,9	-9,6

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.

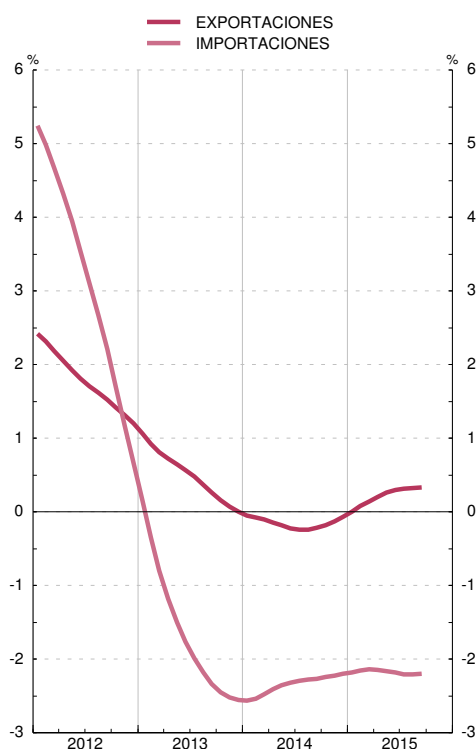
5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

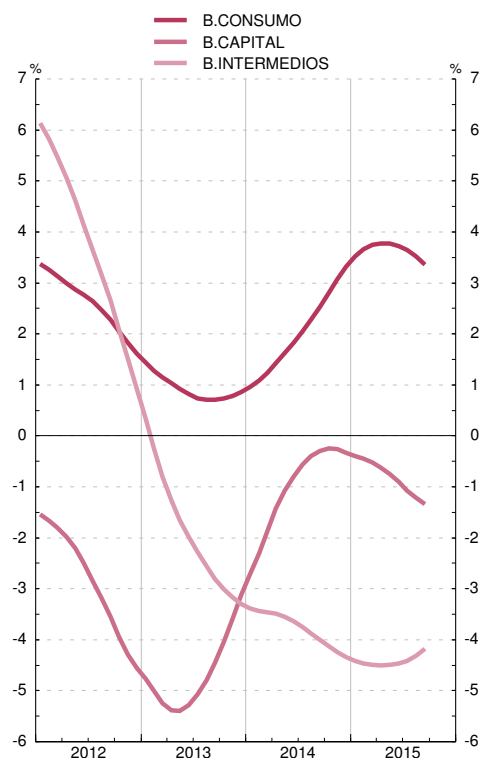
Tasas de variación interanual

	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
12	2,1	5,7	7,0	-0,4	3,1	-0,7	4,6	3,4	-2,1	5,7	10,0	2,3
13	-0,1	1,2	-5,2	-0,1	-5,8	0,6	-4,2	-0,9	-8,2	-4,9	-8,6	-2,6
14	-1,0	0,3	-2,1	-1,6	-5,2	-1,4	-2,4	1,1	-2,1	-3,5	-6,8	-1,6
14 E-S	-0,8	0,7	-1,4	-1,5	-3,6	-1,4	-2,5	-0,2	-3,8	-3,1	-4,7	-1,6
15 E-S	0,7	2,8	-1,0	-0,5	-21,9	2,1	-2,2	7,7	6,4	-6,5	-25,1	2,5
14 Abr	-1,6	-0,3	4,8	-3,5	-9,8	-2,5	0,3	1,4	1,4	-0,1	-3,7	3,0
May	1,3	0,7	2,8	1,4	1,5	2,2	0,8	-0,8	-4,3	1,7	11,5	-1,3
Jun	-2,6	-1,7	-2,0	-3,3	1,6	-4,0	-2,1	2,8	-4,0	-3,5	-5,6	-1,7
Jul	-1,8	0,6	-4,0	-2,7	-9,7	-2,4	-1,3	0,4	-3,1	-1,7	1,3	-1,5
Ago	-4,1	-2,1	-2,6	-5,3	-11,3	-5,1	-1,7	-0,9	10,4	-2,9	-7,4	-0,4
Sep	1,4	3,7	-9,9	2,1	1,5	1,0	-3,6	1,1	-4,6	-5,1	-11,2	-1,9
Oct	-2,3	-0,7	-10,0	-1,9	-6,1	-1,5	-2,0	3,8	7,7	-4,8	-11,1	-2,4
Nov	-1,3	0,4	0,0	-2,6	-5,3	-2,0	-2,2	3,4	3,4	-4,9	-11,7	-1,5
Dic	-1,5	-2,3	-1,5	-0,9	-18,1	0,2	-1,8	7,9	-2,7	-5,3	-16,4	-0,7
15 Ene	0,1	3,0	-2,2	-1,5	-22,1	0,5	-2,8	9,9	-3,8	-7,1	-28,3	2,8
Feb	1,2	2,1	-6,1	1,8	-18,8	3,3	-2,1	7,9	0,9	-5,9	-26,2	3,5
Mar	0,6	2,1	0,6	-0,5	-21,6	2,1	0,6	9,9	23,5	-4,9	-22,1	5,0
Abr	-0,1	2,0	-6,2	-0,5	-25,9	1,7	-1,5	5,9	12,8	-5,4	-22,7	2,4
May	2,9	5,3	1,1	1,5	-10,0	3,0	-0,2	8,7	9,1	-4,1	-17,4	2,7
Jun	1,5	1,6	-2,2	1,9	-17,1	4,6	-3,0	5,9	12,1	-7,6	-22,0	-1,5
Jul	1,9	3,7	1,2	0,8	-20,9	3,3	-2,9	7,4	-5,0	-6,3	-24,8	2,2
Ago	0,6	3,1	-0,3	-1,0	-25,0	2,7	-3,5	8,5	0,3	-8,6	-28,2	3,6
Sep	-2,5	1,9	4,5	-6,6	-35,4	-2,5	-4,2	4,6	7,8	-8,7	-34,5	1,6

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



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



FUENTES: ME, MHAP y BE.

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

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

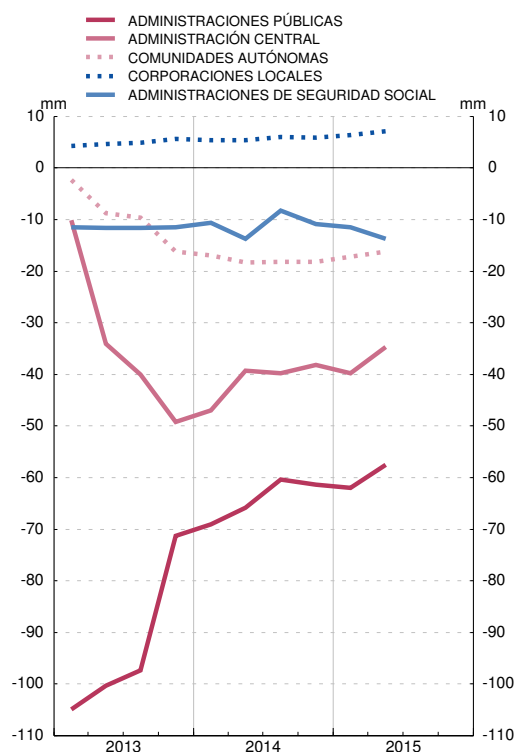
6.1. ADMINISTRACIONES PÚBLICAS. CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

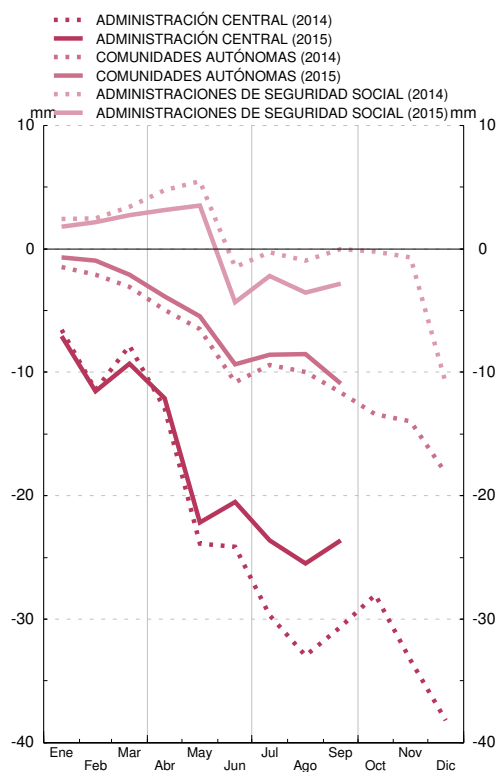
Millones de euros

		Administración Central					
Administraciones Públicas		Total		Comunidades Autónomas	Corporaciones Locales	Administraciones de Seguridad Social	
		Del cual:		(b)			
		Estado		(a)			
1 = 2+4+5+6		2	3	4	5	6	
13		-71 241	-49 207	-45 380	-16 182	5 689	-11 541
14	P	-61 319	-38 209	-40 192	-18 182	5 938	-10 866
14 III	P	-2 773	-6 477	-6 008	-795	3 035	1 464
14 IV	P	-23 285	-7 598	-7 700	-6 568	1 753	-10 872
15 I	A	-7 308	-9 281	-10 561	-2 075	1 410	2 732
15 II	A	-24 103	-11 237	-12 120	-7 275	933	-7 077
14 E-S	P	...	-30 611	-32 492	-11 614	...	6
15 E-S	A	...	-23 608	-25 665	-10 915	...	-2 829
14 Nov	P	...	-5 263	-5 122	-582	...	-470
14 Dic	P	...	-4 893	-4 820	-4 210	...	-10 147
15 Ene	A	...	-7 072	-6 508	-674	...	1 786
15 Feb	A	...	-4 467	-6 439	-258	...	388
15 Mar	A	...	2 258	2 386	-1 143	...	558
15 Abr	A	...	-2 831	-2 661	-1 780	...	429
15 May	A	...	-10 071	-9 949	-1 612	...	372
15 Jun	A	...	1 665	490	-3 883	...	-7 878
15 Jul	A	...	-3 102	-3 183	761	...	2 167
15 Ago	A	...	-1 893	-1 717	85	...	-1 370
15 Sep	A	...	1 905	1 916	-2 411	...	719

CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Por tipo de administración. Suma móvil 4 trimestres



CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Por tipo de administración. Datos acumulados enero fecha. Información mensual



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

a. El detalle por operaciones se difunde en el indicador 6.3.

b. El detalle por Comunidades Autónomas se difunde en el indicador 6.6.

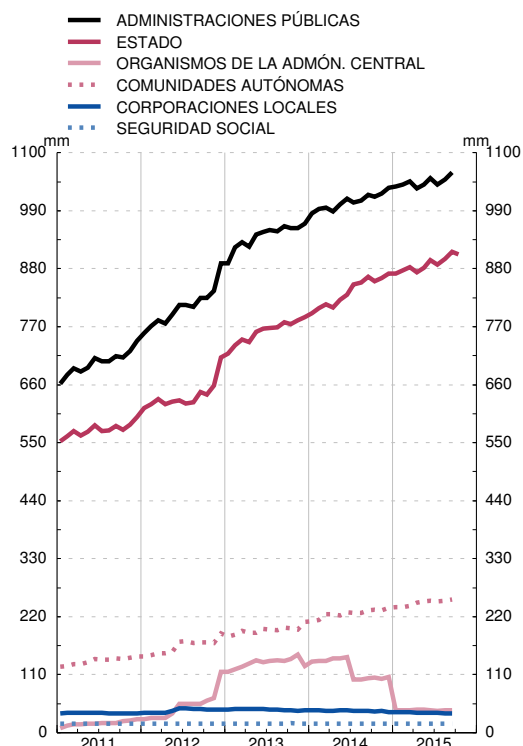
6.2. ADMINISTRACIONES PÚBLICAS. DEUDA SEGÚN EL PROTOCOLO DE DÉFICIT EXCESIVO (PDE)

■ Serie representada gráficamente.

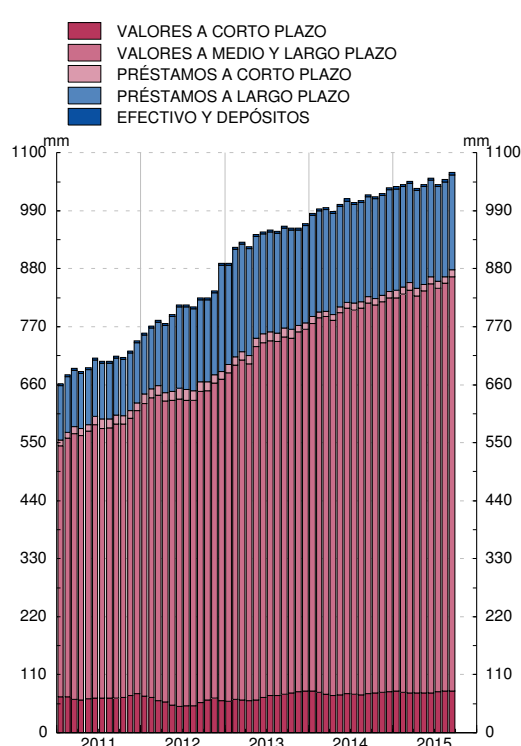
Millones de euros

		Total	Por administraciones						Por instrumentos							
			Administración Central (b)		Comunidades Autónomas	Corporaciones Locales	Administraciones de Seguridad Social	Deuda en poder de Administraciones Públicas (consolidación)	Efectivo y Depósitos	Valores distintos de acciones			Préstamos			
			Estado	Otras Unidades						Total	A corto plazo	A largo plazo	Total	A corto plazo	A largo plazo	
(a)	1=(2 a 6)-7	2	3	4	5	6	7	8	9=10+11	10	11	12=13+14	13	14		
10		649 259	544 790	6 767	123 419	35 453	17 169	78 338	3 584	534 226	68 929	465 297	111 449	8 438	103 011	
11		743 530	598 995	25 243	145 086	36 819	17 169	79 781	3 685	610 699	74 185	536 514	129 146	15 232	113 914	
12		890 726	711 227	114 932	188 407	44 003	17 188	185 030	3 681	669 887	60 576	609 311	217 157	15 139	202 019	
13		966 041	788 781	126 888	209 761	42 111	17 187	218 687	3 696	765 746	78 977	686 769	196 598	12 078	184 520	
14	Abr	P	988 561	806 142	140 491	224 151	41 903	17 192	241 318	3 737	782 294	70 736	711 557	202 530	10 281	192 249
	May	P	1 002 599	821 693	140 456	222 200	42 644	17 189	241 582	3 767	796 702	71 667	725 035	202 130	10 634	191 496
	Jun	P	1 012 466	831 167	143 419	228 207	41 991	17 203	249 521	3 804	804 833	74 652	730 181	203 829	11 546	192 283
	Jul	P	1 005 829	849 764	101 317	227 466	40 894	17 196	230 807	3 849	801 645	73 032	728 613	200 336	13 335	187 000
	Ago	P	1 009 859	854 143	101 282	226 679	41 275	17 199	230 719	3 857	805 595	72 271	733 324	200 407	12 070	188 338
	Sep	P	1 020 139	865 409	103 375	232 068	40 784	17 200	238 699	3 863	815 106	74 078	741 029	201 170	11 676	189 494
	Oct	P	1 016 747	855 997	104 420	232 670	40 690	17 189	234 218	3 844	810 954	74 759	736 195	201 949	12 547	189 402
	Nov	P	1 022 809	862 561	101 817	231 583	40 725	17 202	231 079	3 852	817 347	77 028	740 319	201 610	11 923	189 687
	Dic	P	1 033 737	870 540	105 703	236 820	38 330	17 188	234 844	3 847	825 151	77 611	747 540	204 739	11 620	193 119
15	Ene	P	1 035 484	870 574	43 053	238 195	38 518	17 188	172 044	3 865	825 156	78 991	746 165	206 463	13 970	192 494
	Feb	P	1 040 274	877 210	42 969	238 513	38 715	17 193	174 325	3 874	832 265	76 299	755 965	204 136	12 840	191 296
	Mar	P	1 046 134	883 367	43 012	240 483	38 276	17 190	176 194	3 878	839 437	75 220	764 216	202 819	13 869	188 950
	Abr	P	1 032 178	872 920	43 522	246 277	38 266	17 188	185 995	3 892	828 782	74 749	754 033	199 504	13 768	185 736
	May	P	1 040 038	881 938	43 460	248 903	37 846	17 187	189 296	3 916	837 777	75 599	762 177	198 346	13 029	185 317
	Jun	P	1 052 464	896 281	41 913	249 925	37 724	17 196	190 575	3 948	850 874	75 764	775 110	197 642	13 953	183 688
	Jul	A	1 039 754	887 981	41 856	249 588	37 288	17 193	194 152	3 981	842 416	77 605	764 811	193 357	13 735	179 622
	Ago	A	1 049 022	898 528	41 965	250 426	36 981	17 199	196 077	4 001	852 751	78 909	773 842	192 269	11 980	180 290
	Sep	A	1 062 315	912 054	42 068	252 863	36 756	17 197	198 623	4 018	864 214	79 374	784 840	194 083	13 525	180 558

DEUDA SEGÚN EL PDE DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Por subsectores. Miles de millones de euros



DEUDA SEGÚN EL PDE DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Por instrumentos. Miles de millones de euros



FUENTE: BE.

a. La última información que ha sido contrastada con la que consta en los registros administrativos de las Comunidades Autónomas y de los seis grandes Ayuntamientos es la correspondiente a septiembre de 2015.

b. Desde julio de 2014, la deuda del Fondo de Financiación para el Pago a Proveedores (FFPP) se incluye en la deuda del Estado, en lugar de en Otras Unidades de la Administración Central, debido a la integración de dicho fondo en el Estado. A partir de enero de 2015, este indicador recoge el efecto de la creación del Fondo de Financiación a Comunidades Autónomas y del Fondo de Financiación a Entidades Locales, que también se incluyen en el Estado y que han asumido los saldos vivos de deuda a diciembre de 2014 del FFPP y del Fondo de Liquidez Autonómica.

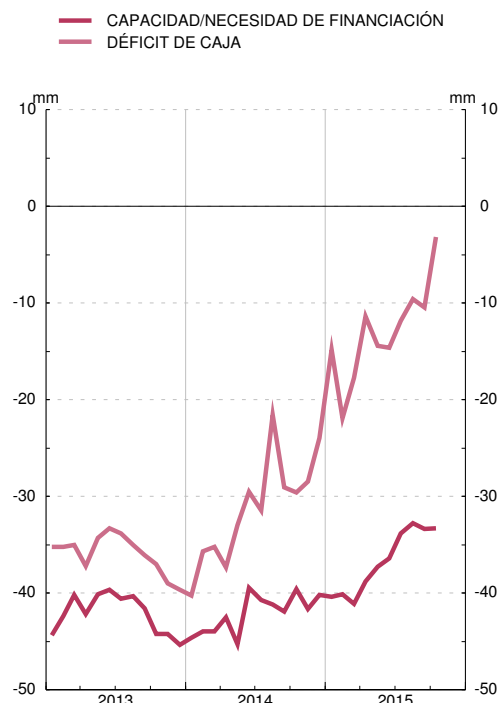
6.3. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

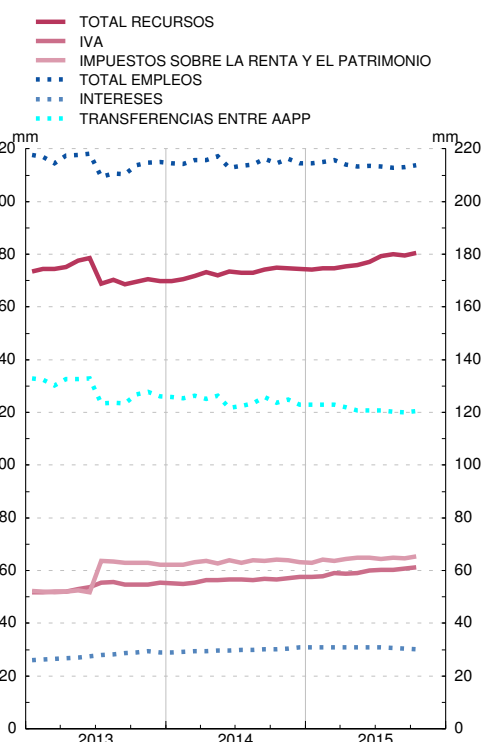
Millones de euros

	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 im- pues- tos so- bre los produc- tos y sobre importa- ciones excepto IVA	Intere- ses y otras rentas de la propie- dad	Impues- tos so- bre la renta y el patri- monio	Resto	Total	Remu- nera- ción de asala- riados	Intere- ses	Trans- feren- cias corrien- tes y de capital entre Adminis- tra- ciones Públicas	Ayudas a la inver- sión y otras transfe- rencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingre- sos liqui- dos	Pagos liqui- dos	
	1 = 2-8	2 = 3+7	3	4	5	6	7	8 = 9+13	9	10	11	12	13	14 = 15-16	15	16	
13	-45 380	169 714	55 321	21 704	9 837	62 168	20 684	215 094	18 240	28 797	126 067	1 366	40 624	-39 678	121 118	160 796	
14	P -40 192	174 340	57 483	22 265	10 222	63 276	21 094	214 532	18 030	30 826	122 802	2 613	40 261	-23 957	134 036	157 993	
14 E-O	P -30 250	144 481	50 425	18 436	6 783	52 786	16 051	174 731	14 243	25 228	104 090	562	30 608	-23 496	109 701	133 197	
15 E-O	A -23 393	150 649	54 146	19 427	3 602	54 945	18 529	174 042	14 577	24 644	101 878	898	32 045	-2 687	123 012	125 700	
14 Oct	P 2 242	17 965	3 828	1 904	445	10 065	1 723	15 723	1 333	2 626	8 772	110	2 882	7 624	22 836	15 213	
Nov	P -5 122	11 214	3 416	2 240	371	3 573	1 614	16 336	1 310	2 514	9 345	165	3 002	-3 002	7 448	10 450	
Dic	P -4 820	18 645	3 642	1 589	3 068	6 917	3 429	23 465	2 477	3 084	9 367	1 886	6 651	2 541	16 886	14 345	
15 Ene	A -6 508	10 856	4 923	1 893	252	2 633	1 155	17 364	1 460	2 586	10 573	50	2 695	-6 686	6 276	12 962	
Feb	A -6 439	11 914	5 595	2 046	176	3 762	335	18 353	1 318	2 290	10 226	32	4 487	-2 659	17 369	20 028	
Mar	A 2 386	20 073	9 186	1 477	1 095	6 964	1 351	17 687	1 335	2 566	10 011	2	3 773	1 167	11 241	10 073	
Abr	A -2 661	13 707	3 732	1 999	477	6 296	1 203	16 368	1 306	2 476	9 559	94	2 933	5 671	20 984	15 312	
May	A -9 949	6 613	3 038	1 972	236	1	1 366	16 562	1 310	2 506	9 401	264	3 081	-6 379	1 819	8 198	
Jun	A 490	20 113	8 470	1 801	302	6 877	2 663	19 623	2 392	2 470	10 723	51	3 987	-9 002	3 393	12 394	
Jul	A -3 183	18 608	4 028	2 186	241	6 198	5 955	21 791	1 338	2 524	15 281	71	2 577	2 449	22 515	20 066	
Ago	A -1 717	12 015	2 400	1 882	485	5 800	1 448	13 732	1 283	2 481	7 439	118	2 411	2 717	11 507	8 790	
Sep	A 1 916	17 872	8 535	2 253	158	5 508	1 418	15 956	1 340	2 265	9 328	66	2 957	-4 908	4 231	9 139	
Oct	A 2 272	18 878	4 239	1 918	180	10 906	1 635	16 606	1 495	2 480	9 337	150	3 144	14 943	23 679	8 736	

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



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



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

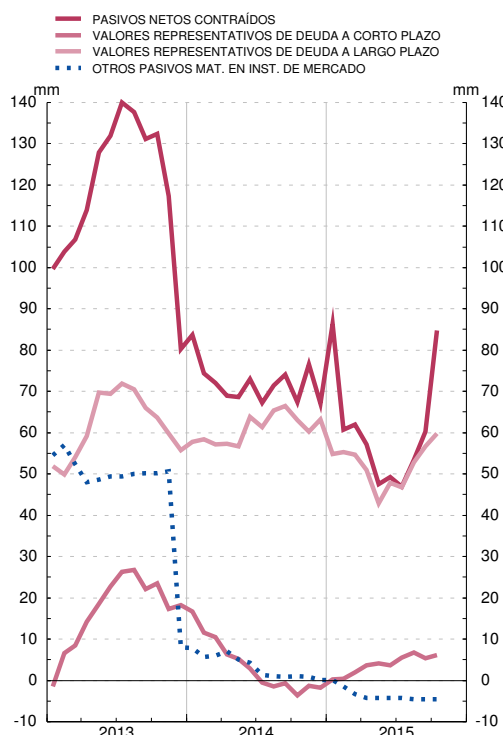
6.4. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

	Capaci- dad (+) o necesidad (-) de fi- nancia- ción	Adquisiciones netas de activos financieros		Pasivos netos contraídos											Contra- cción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendien- tes de pago)
				Del cual		Por instrumentos						Por sectores de contrapartida			
		Del cual	Total			En monedas distintas de la peseta/ euro	Valores representa- tivos de deuda a corto plazo	Valores representa- tivos de deuda a largo plazo (a)	Crédi- tos del Banco de España	Otros pasivos materia- lizados en ins- trumen- tos de mercado (b)	Otras cuentas pendien- tes de pago	En poder de sectores residentes				Resto del mundo
				Total	Depó- sitos en el Banco de España							Total	Institu- ciones financie- ras mone- tarias	Otros sectores residen- tes	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
13	-45 380	34 864	-2 400	80 244	-34	18 293	55 694	-876	8 014	-882	14 053	11 678	2 376	66 190	81 126
14	P -40 192	26 891	-91	67 083	240	-1 806	63 239	-946	155	6 441	14 232	23 594	-9 362	52 851	60 642
14 E-O	P -30 250	6 708	-90	36 958	-3	-2 791	44 744	-946	-648	-3 401	19 017	28 038	-9 021	17 941	40 359
15 E-O	A -23 393	31 320	27 490	54 713	-4	5 080	41 235	-970	-5 351	14 719	-7 808	3 365	-9 079	52 289	39 993
14 Oct	P 2 242	-12 041	0	-14 283	-3	-170	-13 400	-	38	-750	-14 440	-5 079	-9 361	157	-13 532
Nov	P -5 122	7 308	0	12 430	241	400	8 633	-	305	3 092	-5 484	-4 908	-575	17 914	9 338
Dic	P -4 820	12 875	-1	17 695	2	585	9 861	-	498	6 751	699	465	234	16 996	10 944
15 Ene	A -6 508	15 261	5 990	21 769	2	1 405	-4 838	-	11	25 191	-270	-4 097	3 827	22 039	-3 422
Feb	A -6 439	-26 149	-5 989	-19 710	2	-877	12 562	-	-1 381	-30 013	-17 192	-4 363	-12 829	-2 518	10 303
Mar	A 2 386	13 668	-0	11 282	2	-1 076	12 779	-	-1 517	1 096	8 844	790	8 054	2 438	10 186
Abr	A -2 661	-15 128	-1	-12 467	-17	78	-11 918	-970	8	335	-24 879	-1 815	-23 065	12 413	-12 801
May	A -9 949	1 274	0	11 223	2	1 374	9 901	-	25	-77	7 436	575	6 861	3 786	11 300
Jun	A 490	15 295	2	14 805	2	-644	17 344	-	-4	-1 892	5 919	885	5 034	8 886	16 696
Jul	A -3 183	-15 839	-1	-12 656	2	1 843	-11 756	-	-2 526	-217	-13 520	-8 276	-5 244	864	-12 439
Ago	A -1 717	11 751	11 989	13 468	2	1 515	12 202	-	21	-270	4 390	6 360	-1 970	9 078	13 737
Sep	A 1 916	18 682	5 503	16 766	2	847	15 321	-	6	593	21 464	11 212	10 252	-4 698	16 173
Oct	A 2 272	12 504	9 997	10 232	-3	615	-10 362	-	7	19 972	...	2 094	...	...	-9 740

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 Letras del Tesoro emitidas a más de un año.

b. Incluye otros préstamos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

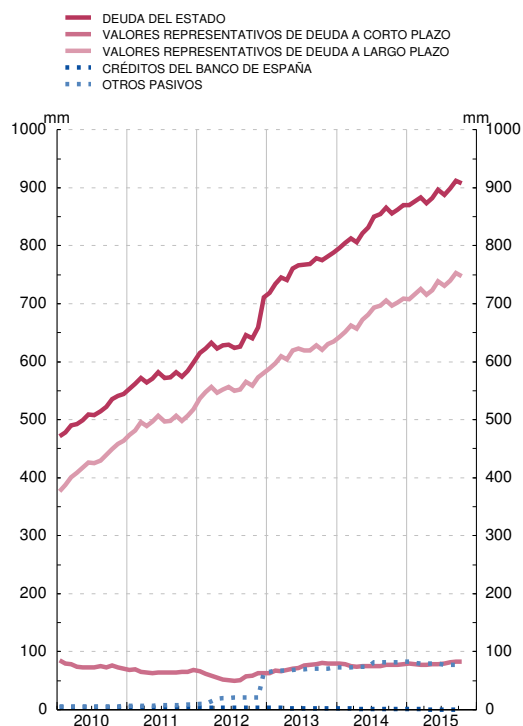
6.5. ESTADO. DEUDA SEGÚN EL PROTOCOLO DE DÉFICIT EXCESIVO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

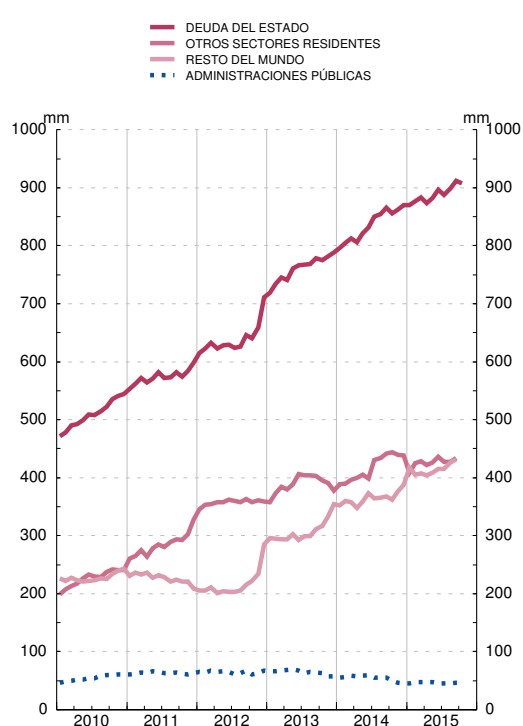
Millones de euros

	Deuda según el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE) (a)										Pro memoria:				
	Del cual:		Por instrumentos				Por sectores de contrapartida				Depósitos en el Banco de España incluyendo Subastas de liquidez del Tesoro	Avales concedidos			
	Total	En monedas distintas del euro	Valores representativos de deuda a corto plazo	Valores representativos de deuda a largo plazo (b)	Créditos del Banco de España	Resto de deuda PDE (c)	En poder de sectores residentes			Resto del mundo		Total	De los cuales:		
							Total	Administraciones Públicas	Otros sectores residentes				Concedidos a otras AAPP	A FEEF (d)	A Entidades de crédito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
10	544 790	0	70 484	463 580	4 082	6 644	301 689	61 170	240 519	243 101	28 898	73 560	6 000	-	59 506
11	598 995	0	68 639	517 630	3 499	9 227	390 428	62 613	327 815	208 567	30 616	99 748	23 851	2 993	64 659
12	711 227	0	62 627	581 314	2 915	64 371	426 532	67 328	359 204	284 695	35 000	168 165	26 608	30 820	68 399
13	788 781	240	80 045	634 407	1 943	72 385	434 594	57 387	377 206	354 187	20 284	165 358	31 954	35 145	46 607
14 Oct	P 855 997	255	76 949	696 540	972	81 537	494 254	49 986	444 268	361 743	24 080	126 984	28 299	38 516	11 935
Nov	P 862 561	251	77 344	702 404	972	81 841	485 660	46 146	439 514	376 901	30 865	121 406	25 009	38 823	9 486
Dic	P 870 540	257	77 926	709 307	972	82 335	483 131	45 135	437 996	387 409	29 125	120 483	24 809	39 127	8 662
15 Ene	P 870 574	266	79 321	707 931	972	82 350	453 261	45 135	408 126	417 313	47 857	119 535	24 809	39 742	7 310
Feb	P 877 210	275	78 436	716 834	972	80 969	472 276	47 416	424 860	404 934	34 497	118 472	24 809	39 435	6 641
Mar	P 883 367	275	77 345	725 598	972	79 452	475 782	47 088	428 694	407 584	39 954	116 334	24 809	39 435	5 966
Abr	A 872 920	275	77 409	716 051	-	79 460	468 832	47 333	421 499	404 088	25 104	116 322	25 329	40 049	4 854
May	A 881 938	278	78 770	723 683	-	79 485	473 833	47 874	425 958	408 106	24 760	116 399	25 329	40 613	4 419
Jun	A 896 281	281	78 127	738 672	-	79 481	481 174	45 452	435 723	415 106	25 743	113 651	23 779	40 155	3 723
Jul	A 887 981	284	79 967	731 060	-	76 955	473 056	45 438	427 618	414 925	15 947	112 836	23 779	39 382	3 723
Ago	A 898 528	275	81 473	740 079	-	76 976	472 398	45 594	426 804	426 129	28 552	112 835	23 779	39 382	3 723
Sep	A 912 054	271	82 314	752 759	-	76 981	480 454	46 201	434 253	431 600	34 843	112 798	23 779	39 382	3 723
Oct	A 907 302	278	82 922	747 392	-	76 988	...	46 482	...	...	55 069	113 740	24 778	39 382	3 723

ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN
Por instrumentos. Miles de millones de euros



ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN
Por sectores de contrapartida. Miles de millones de euros



FUENTE: BE.

- Desde julio de 2014 incluye la deuda (préstamos y valores) del Fondo para la Financiación de los Pagos a Proveedores, organismo que se ha integrado en el Estado a partir de esa fecha.
- Incluye Letras del Tesoro emitidas a más de un año.
- Incluye los préstamos del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), otros préstamos, valores no negociables y moneda en circulación.
- Facilidad Europea de Estabilización Financiera.

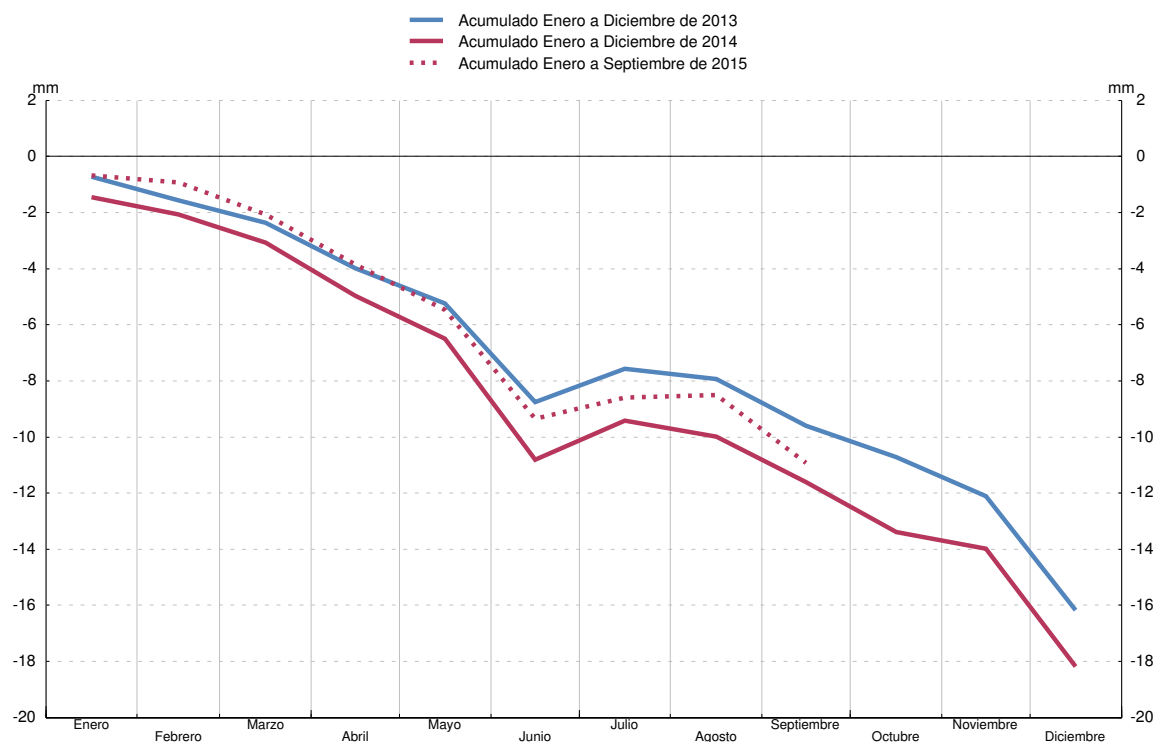
6.6. COMUNIDADES AUTÓNOMAS. CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN

Millones de euros

	Total	Andalucía	Aragón	Princ. de Asturias	Illes Balears	Canarias	Cantabria	Castilla-La Mancha	Castilla y León	Cataluña	Extremadura	Galicia	La Rioja	Comun. de Madrid	Región de Murcia	Comun. Foral Navarra	País Vasco	Comun. Valenciana
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
13	-16 182	-2 171	-721	-216	-315	-422	-154	-754	-629	-4 144	-165	-612	-81	-1 831	-851	-254	-777	-2 085
14	P -18 182	-1 877	-591	-268	-460	-380	-198	-669	-595	-5 406	-425	-536	-97	-2 691	-770	-150	-641	-2 428
14 III	P -795	-281	28	75	-15	70	47	37	152	-453	66	144	5	-195	-94	10	83	-474
14 IV	P -6 568	413	-275	-189	-309	-290	-125	-281	-271	-2 206	-105	-252	-38	-756	-275	-56	-410	-1 143
15 I	A -2 075	-462	-103	2	-53	18	-41	-112	-101	-665	-70	15	27	-476	-133	45	147	-113
15 II	A -7 275	-913	-235	-123	-171	-244	-57	-207	-312	-992	-187	-332	-36	-1 293	-274	-307	-314	-1 278
14 E-S	P -11 614	-2 290	-316	-79	-151	-90	-73	-388	-324	-3 200	-320	-284	-59	-1 935	-495	-94	-231	-1 285
15 E-S	A -10 915	-1 550	-433	-82	11	-65	-81	-278	-444	-3 611	-280	-200	-3	-1 755	-503	-80	-59	-1 502
14 Nov	P -582	202	-61	2	-74	-55	-16	2	16	-389	-23	-102	-7	-266	-84	-123	691	-295
14 Dic	P -4 210	561	-160	-155	-160	-270	-77	-208	-163	-1 315	-39	-118	-31	-255	-94	-95	-1 058	-573
15 Ene	A -674	-188	-39	6	14	-2	-23	-26	-1	-106	-36	73	52	-208	-34	40	-10	-186
15 Feb	A -258	16	-29	16	-31	-38	-18	-8	-84	-205	-34	-7	-7	-128	-19	108	120	90
15 Mar	A -1 143	-290	-35	-20	-36	58	-	-78	-16	-354	-	-51	-18	-140	-80	-103	37	-17
15 Abr	A -1 780	-22	-84	-3	-51	-131	3	-21	-62	-419	-48	-57	-1	-363	-79	4	-81	-365
15 May	A -1 612	-208	-21	-15	-24	32	-5	-26	-6	-263	-43	-82	-7	-354	-42	-188	-7	-353
15 Jun	A -3 883	-683	-130	-105	-96	-145	-55	-160	-244	-310	-96	-193	-28	-576	-153	-123	-226	-560
15 Jul	A 761	-186	-33	45	317	-33	21	55	43	-67	-	128	15	233	-5	8	-8	228
15 Ago	A 85	157	-30	-12	-48	110	13	6	-41	-95	-9	14	3	-87	-48	178	112	-138
15 Sep	A -2 411	-146	-32	6	-34	84	-17	-20	-33	-1 792	-14	-25	-12	-132	-43	-4	4	-201

CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

Datos acumulados enero fecha



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

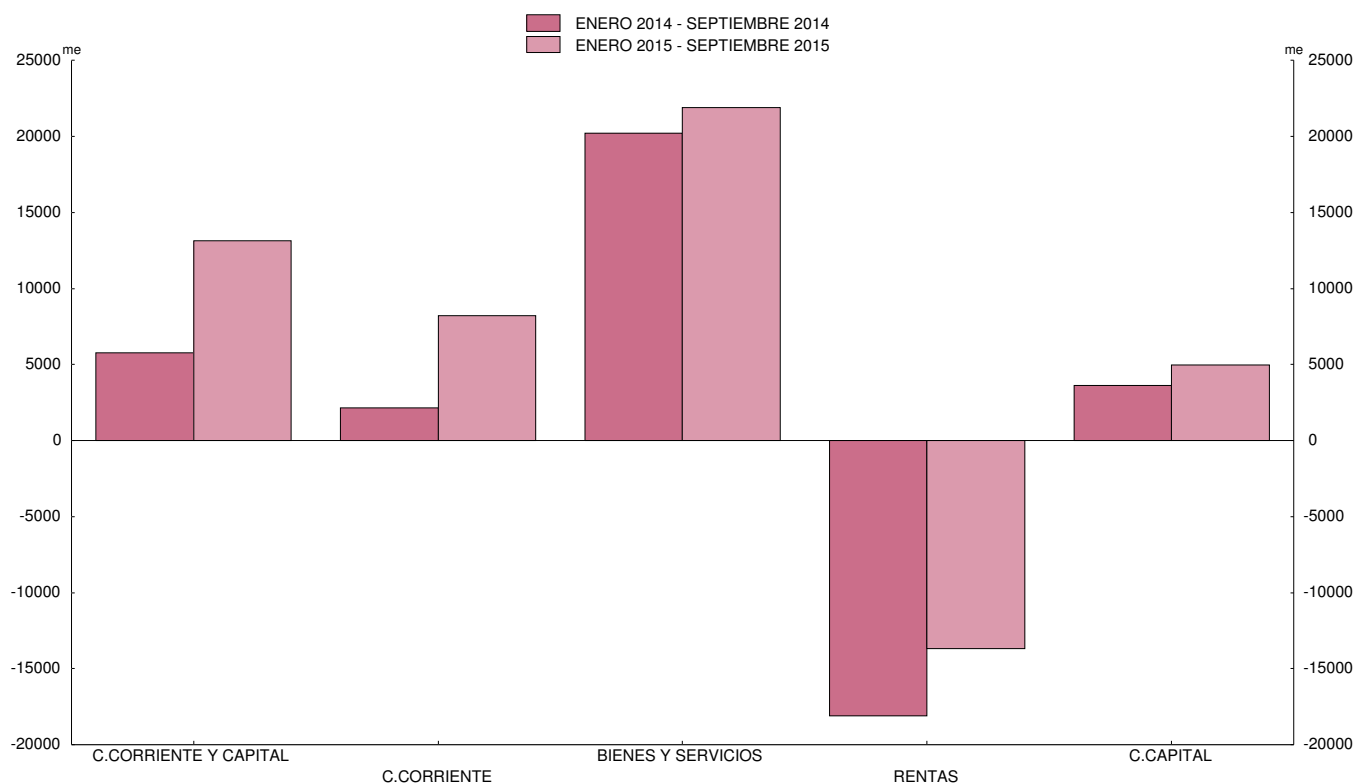
7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

		Cuenta corriente (a)									Cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)
		Total (saldo)	Bienes y servicios				Rentas primaria y secundaria					
			Saldo	Ingresos		Pagos		Saldo	Ingresos	Pagos		
				Del cual:		Del cual:						
				Total	Turismo y viajes	Total	Turismo y viajes					
		1=2+7	2=3-5	3	4	5	6	7=8-9	8	9	10	11=1+10
12	P	-2 404	15 999	319 538	45 268	303 540	12 012	-18 403	63 137	81 540	5 178	2 774
13	P	15 565	33 456	329 877	47 164	296 420	12 360	-17 891	60 789	78 680	6 784	22 349
14	P	10 238	25 955	338 848	49 010	312 892	13 572	-15 717	63 655	79 372	4 448	14 686
14 E-S	P	2 144	20 235	252 189	38 864	231 954	10 067	-18 091	41 658	59 749	3 643	5 787
15 E-S	A	8 192	21 880	268 354	40 082	246 473	11 638	-13 688	43 818	57 506	4 963	13 155
14 Jun	P	1 373	3 104	30 039	4 872	26 935	1 325	-1 731	5 223	6 955	438	1 811
Jul	P	1 784	4 334	31 540	6 096	27 207	1 492	-2 550	4 473	7 023	-1	1 783
Ago	P	2 054	3 515	26 637	6 652	23 122	1 536	-1 461	4 037	5 498	332	2 386
Sep	P	1 382	2 647	31 496	5 513	28 850	1 476	-1 265	4 329	5 594	15	1 397
Oct	P	1 241	2 867	31 505	4 717	28 638	1 237	-1 626	4 372	5 998	207	1 448
Nov	P	2 632	2 061	27 514	2 932	25 453	1 203	571	6 593	6 022	241	2 873
Dic	P	4 221	793	27 639	2 497	26 846	1 065	3 428	11 032	7 604	358	4 579
15 Ene	P	-439	997	25 025	3 054	24 028	927	-1 436	4 944	6 380	31	-408
Feb	P	-2 007	972	26 426	2 594	25 454	966	-2 980	4 215	7 195	-10	-2 017
Mar	P	1 041	2 256	31 447	3 082	29 192	986	-1 215	4 612	5 827	666	1 707
Abr	P	-147	1 343	28 317	3 244	26 974	1 042	-1 490	4 863	6 353	722	575
May	P	1 567	3 286	29 710	4 261	26 423	889	-1 720	5 483	7 202	1 017	2 584
Jun	P	1 655	2 493	32 814	4 965	30 321	1 577	-838	5 587	6 425	504	2 160
Jul	A	2 985	4 943	34 835	6 418	29 892	1 768	-1 959	4 980	6 939	687	3 672
Ago	A	1 653	3 212	27 250	6 851	24 038	1 763	-1 560	4 404	5 964	917	2 570
Sep	A	1 886	2 377	32 529	5 613	30 151	1 720	-492	4 731	5 222	429	2 314

RESUMEN



FUENTE: BE.

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).

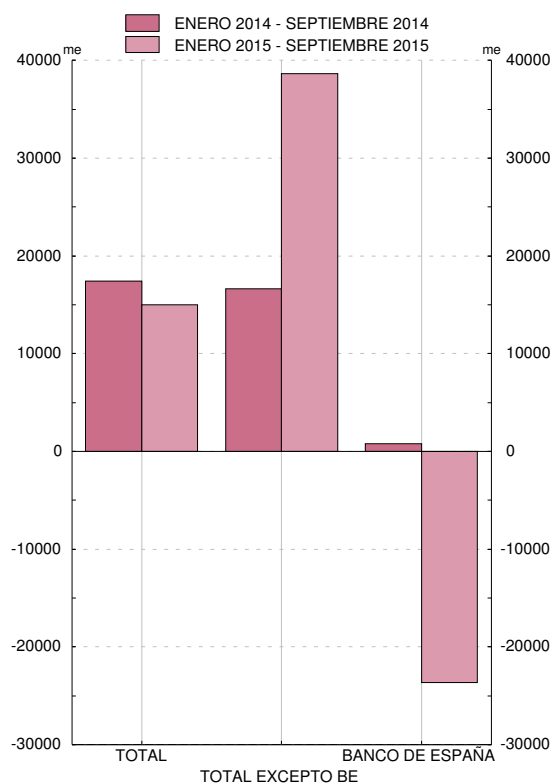
7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

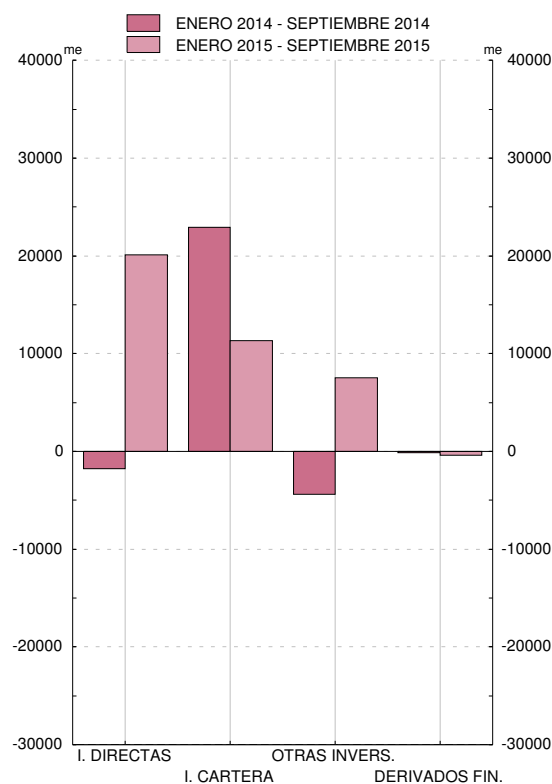
Millones de euros

	Cuenta financiera	Total, excepto Banco de España												Banco de España			
		Total	Inversión directa			Inversión de cartera			Otra inversión (a)			Derivados financieros netos (VNA-VNP)	Total	Reservas	Posición neta BE frente al Euro-sistema	Otros BE	
			Saldo (VNA-VNP)	VNA	VNP	Saldo (VNA-VNP)	VNA	VNP	Saldo (VNA-VNP)	VNA	VNP						
(VNA-VNP)	(VNA-VNP)	(VNA-VNP)				(VNA-VNP)			(VNA-VNP)				(VNA-VNP)			(b)	
1=2+13	2=3+6+9+12	3=4-5	4	5	6=7-8	7	8	(c)	9=10-11	10	11	12	13=14+15+16	14	15	16	
12	P 1 750	170 508	-21 120	-1 929	19 191	55 403	3 758	-51 645	144 574	40 019	-104 555	-8 349	-168 758	2 211	-154 604	-16 366	
13	P 35 138	-81 939	-14 401	19 546	33 947	-34 529	-6 448	28 081	-34 047	-59 372	-25 325	1 039	117 076	535	136 688	-20 147	
14	P 21 106	-5 557	9 356	34 197	24 841	-6 101	52 957	59 058	-9 921	-5 123	4 798	1 109	26 662	3 890	46 973	-24 200	
14 E-S	P 17 430	16 642	-1 744	29 843	31 587	22 926	44 017	21 091	-4 417	10 459	14 876	-122	788	160	20 963	-20 335	
15 E-S	A 14 988	38 642	20 114	35 815	15 700	11 347	66 609	55 262	7 549	5 609	-1 940	-369	-23 654	4 862	-27 963	-553	
14 Jun	P 10 796	-4 258	4 000	6 654	2 654	-24 404	-1 219	23 185	15 945	7 800	-8 145	202	15 054	96	15 839	-881	
Jul	P -1 845	5 498	-9 419	-1 099	8 320	21 180	4 181	-16 999	-6 255	-2 473	3 782	-9	-7 343	45	-5 233	-2 155	
Ago	P -824	-3 793	-3 577	2 261	5 838	6 540	10 910	4 370	-6 945	-16 050	-9 105	190	2 969	-8	5 302	-2 326	
Sep	P 4 540	2 926	5 380	4 941	-440	5 720	2 967	-2 753	-8 210	9 357	17 567	35	1 614	40	3 669	-2 095	
Oct	P 9 269	438	723	3 419	2 696	18 643	8 243	-10 400	-19 662	-4 167	15 495	733	8 831	28	11 892	-3 089	
Nov	P 1 706	-10 570	4 453	3 998	-456	-15 966	8 944	24 910	767	12 419	11 652	176	12 276	2 634	10 078	-436	
Dic	P -7 300	-12 067	5 923	-3 063	-8 986	-31 704	-8 247	23 456	13 392	-23 833	-37 225	322	4 767	1 067	4 039	-339	
15 Ene	P -6 707	-5 498	-1 284	2 844	4 128	-18 883	5 587	24 470	14 936	4 300	-10 636	-267	-1 210	-109	-1 069	-31	
Feb	P -4 016	-6 773	577	893	316	-1 664	9 652	11 316	-5 733	926	6 659	47	2 757	2 597	632	-472	
Mar	P 2 241	18 641	1 294	3 938	2 643	17 185	12 709	-4 476	709	5 888	5 179	-547	-16 400	2 170	-20 065	1 496	
Abr	P -1 575	-7 634	-2 018	5 290	7 308	-3 892	9 104	12 996	-1 505	-10 203	-8 698	-220	6 059	1	6 926	-867	
May	P 1 397	3 143	12 033	10 401	-1 632	-298	7 457	7 755	-8 620	-6 705	1 915	29	-1 746	84	-2 989	1 158	
Jun	P 10 158	23 396	6 038	3 468	-2 569	8 661	11 624	2 963	8 911	4 646	-4 264	-213	-13 239	32	-14 489	1 219	
Jul	A 1 395	1 504	-911	4 674	5 585	1 099	1 884	785	63	3 461	3 399	1 253	-109	-97	1 203	-1 215	
Ago	A 6 945	7 472	308	1 583	1 276	-2 126	8 199	10 325	9 734	-369	-10 103	-444	-527	131	-158	-500	
Sep	A 5 150	4 390	4 076	2 722	-1 354	11 265	393	-10 872	-10 946	3 665	14 610	-6	761	52	2 048	-1 340	

CUENTA FINANCIERA
(VNA-VNP)



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



FUENTE: BE.

a. Principalmente, préstamos, depósitos y operaciones temporales.

b. Un signo positivo (negativo) supone un aumento (disminución) de las reservas y/o de la posición neta del BE frente al Eurosistema y/o de otros activos/pasivos del BE.

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

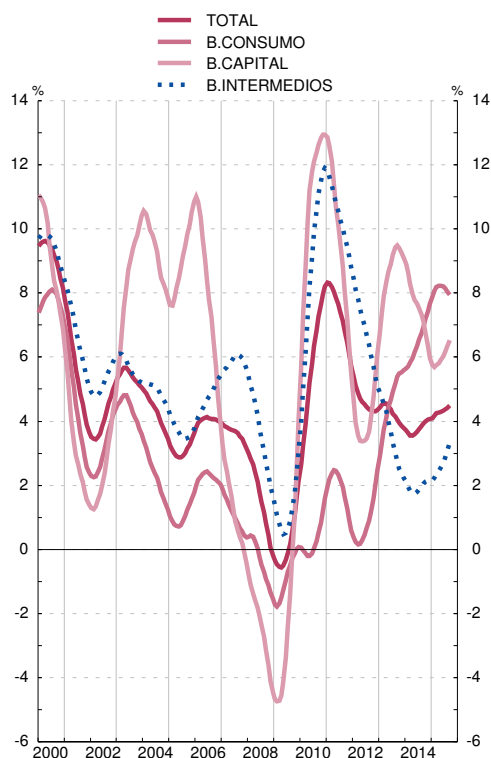
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

		Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)								
		Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 28		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados	
							Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:						
												Total	Estados Unidos					
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
07		185 023	8,6	5,8	3,0	4,4	8,1	6,6	8,1	8,0	8,6	7,1	-1,1	22,3	-12,7	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	0,5	1,2	4,2	
09		159 890	-15,5	-9,4	-3,4	-14,1	-12,8	-19,9	-12,2	-15,5	-13,3	-15,1	-24,4	-11,4	-18,2	-7,7	8,5	
10		186 780	16,8	15,0	-3,4	22,4	28,6	15,4	29,6	14,3	13,6	15,2	15,5	9,6	36,1	34,1	27,0	
11		215 230	15,2	10,0	6,8	17,9	10,7	12,1	11,4	12,7	9,6	13,6	20,0	26,2	19,1	27,2	1,3	
12		226 115	5,1	3,0	-2,6	-8,2	7,9	27,0	6,0	0,5	-0,6	2,3	14,0	24,4	13,8	11,7	29,9	
13		235 814	4,3	4,5	5,8	15,8	2,2	0,1	2,4	3,1	2,4	2,5	-2,9	13,2	20,6	4,2	-1,7	
14	P	...	...	3,5	5,5	9,9	1,6	9,1	1,1	4,0	4,0	4,4	23,4	-4,5	-6,2	4,9	46,4	
14	Ago	P	16 342	-5,1	-1,0	-1,8	-11,8	0,9	19,1	-0,7	-3,8	-3,9	-2,3	17,2	-20,3	-23,3	-17,3	57,5
	Sep	P	21 199	9,6	8,1	9,2	39,0	3,2	38,7	0,8	9,6	8,9	11,8	28,9	17,8	-6,9	41,4	56,4
	Oct	P	22 347	4,1	6,6	3,9	16,4	6,7	7,9	6,6	2,4	3,1	4,0	37,8	6,9	-9,4	-5,4	117,7
	Nov	P	19 944	3,2	4,5	7,8	-6,1	4,3	-5,7	5,1	0,8	0,2	2,8	53,5	15,3	-8,9	9,9	21,6
	Dic	P	19 353	5,7	7,2	11,0	2,4	5,7	50,4	2,8	4,9	4,1	3,6	36,3	15,3	12,6	16,3	34,2
15	Ene	P	17 895	-2,9	-3,0	8,4	-19,6	-7,4	-15,7	-6,8	0,2	-1,4	-0,2	13,1	-6,4	-4,6	-24,5	-28,2
	Feb	P	19 860	2,8	1,5	8,2	1,4	-2,8	-3,0	-2,8	5,1	7,1	6,6	5,2	-18,9	-4,9	2,5	10,1
	Mar	P	23 218	12,5	11,8	20,1	6,5	7,5	-26,3	10,0	11,4	9,8	12,1	2,8	44,3	22,4	33,6	7,1
	Abr	P	20 918	6,5	6,6	11,8	4,0	3,7	29,3	2,2	10,5	7,9	8,8	20,3	-23,5	16,2	23,1	-12,3
	May	P	21 025	1,9	-0,9	5,4	-1,0	-5,0	-18,7	-4,0	4,1	2,6	4,4	-0,5	-1,6	-4,7	2,0	-22,7
	Jun	P	22 207	7,8	6,2	12,3	13,0	1,8	-17,0	3,5	8,8	11,1	9,9	24,6	20,2	5,9	1,2	15,9
	Jul	P	23 508	8,9	6,8	14,8	-2,6	3,6	-2,4	4,1	9,5	8,0	10,4	25,2	0,0	8,3	29,4	-39,1
	Ago	P	16 206	-0,8	-1,4	4,7	8,2	-5,7	-18,5	-4,3	-2,4	-3,6	-2,1	17,1	3,7	26,1	5,0	-34,1
	Sep	P	21 424	1,1	3,7	10,3	-5,4	1,2	-18,9	3,1	5,9	4,8	4,4	4,5	-11,4	-2,9	2,6	-24,3

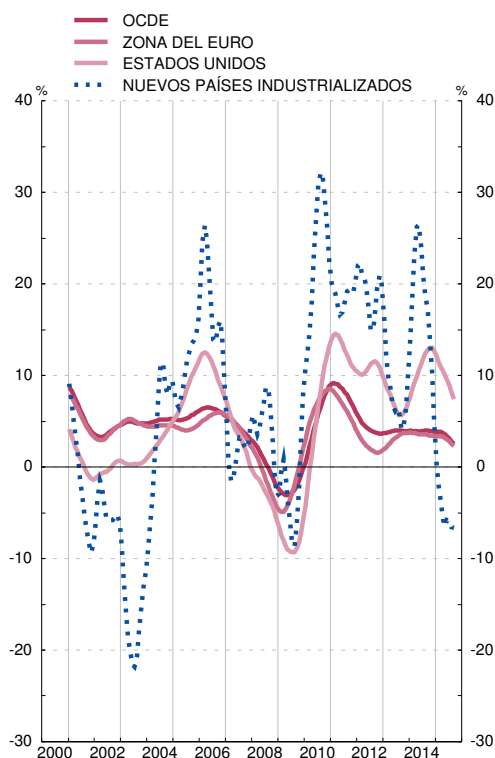
POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

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



FUENTES: ME, MHAP y BE.

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

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

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

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

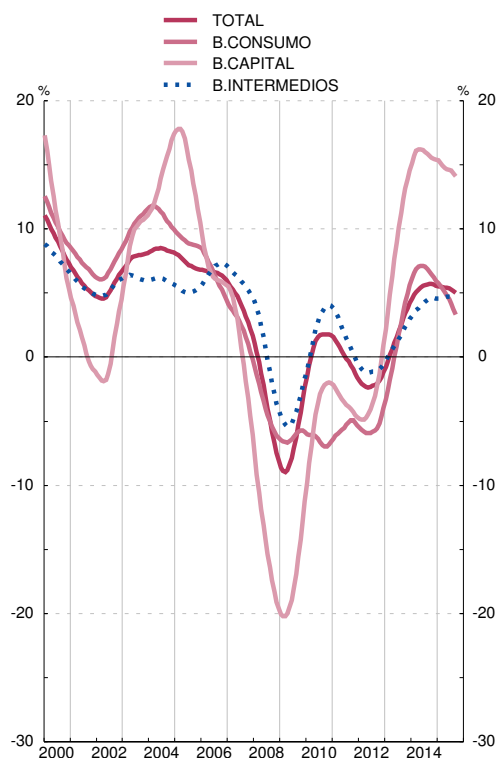
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

		Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)						Por áreas geográficas (series nominales)							
		Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 28		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados	
							Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:						
												Total	Estados Unidos					
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
07		285 038	8,5	7,6	5,8	10,8	7,8	4,0	8,9	10,5	11,0	9,7	16,4	-6,3	-7,1	28,7	-3,7	
08		283 388	-0,6	-4,5	-6,4	-14,3	-1,9	5,8	-3,9	-8,2	-8,5	-7,3	12,9	37,4	16,2	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	-31,6	-29,5	-31,6	
10		240 056	16,5	11,3	-4,1	9,0	19,0	3,3	24,5	9,8	7,9	10,5	14,2	36,0	46,3	30,8	7,1	
11		263 141	9,6	1,1	-3,0	-4,6	3,2	1,8	3,6	5,9	6,3	6,6	12,6	20,1	21,3	-1,1	-2,8	
12		257 946	-2,0	-6,3	-8,2	-7,9	-5,5	0,2	-7,0	-5,8	-5,8	-4,7	-9,1	15,0	9,2	-4,8	-12,4	
13		252 347	-2,2	2,2	0,8	13,1	1,7	0,8	1,8	-0,3	-0,6	-0,3	4,7	-7,7	-16,6	-2,2	0,7	
14	P	264 507	5,8	8,4	12,4	19,7	6,2	4,3	6,9	9,5	9,2	8,0	2,5	-2,3	-2,8	13,7	3,6	
14 Ago	P	19 114	0,5	2,2	2,9	-1,0	2,1	4,3	1,3	-2,2	0,5	-2,3	4,6	1,6	-1,8	10,0	-7,6	
Sep	P	23 573	7,5	11,5	13,9	25,8	9,3	5,8	10,3	8,9	7,6	10,6	22,7	-3,4	-0,2	20,3	11,5	
Oct	P	24 587	7,7	9,9	5,0	10,6	11,5	15,5	10,3	10,1	8,3	6,7	-15,9	22,2	-2,4	16,0	20,2	
Nov	P	21 500	2,0	4,3	4,7	2,2	4,4	0,3	5,6	4,4	2,6	3,0	-13,1	-6,4	-3,1	15,2	3,2	
Dic	P	21 174	5,1	7,0	6,3	16,3	6,2	10,5	4,9	8,2	7,9	8,0	-20,8	10,3	-16,3	18,7	-7,1	
15 Ene	P	20 491	-3,6	-0,8	-1,3	23,2	-2,6	-15,7	1,3	3,8	2,6	-1,1	-10,4	-27,1	-17,6	12,7	2,0	
Feb	P	21 897	4,5	6,8	7,7	29,4	4,3	-4,8	7,0	12,9	12,5	11,4	16,7	-27,6	-2,3	24,1	16,0	
Mar	P	24 109	6,3	5,6	12,0	3,4	3,7	-17,7	10,7	8,1	4,9	12,2	48,2	-30,1	19,6	51,2	23,1	
Abr	P	23 171	6,3	8,0	7,5	12,2	7,7	-0,4	10,0	9,0	7,9	11,2	55,5	-11,3	-11,9	18,2	37,1	
May	P	22 683	1,3	1,5	2,5	5,6	0,8	-13,5	5,0	7,2	4,8	7,4	22,3	-31,8	-4,2	20,4	5,8	
Jun	P	24 253	9,8	13,3	11,8	15,4	13,5	7,6	15,1	12,7	10,2	15,0	27,3	-18,2	0,2	29,8	42,8	
Jul	P	24 904	6,4	9,5	7,5	34,1	8,0	-2,4	10,9	12,1	13,8	11,2	31,8	-25,2	23,7	16,6	7,0	
Ago	P	19 401	1,5	5,2	7,6	14,6	3,4	-1,8	5,5	7,6	3,9	7,8	28,7	-29,8	-10,6	15,1	13,5	
Sep	P	23 995	1,8	6,2	4,4	9,9	6,4	-1,1	8,5	6,8	7,2	6,0	20,6	-23,0	-38,8	14,4	70,7	

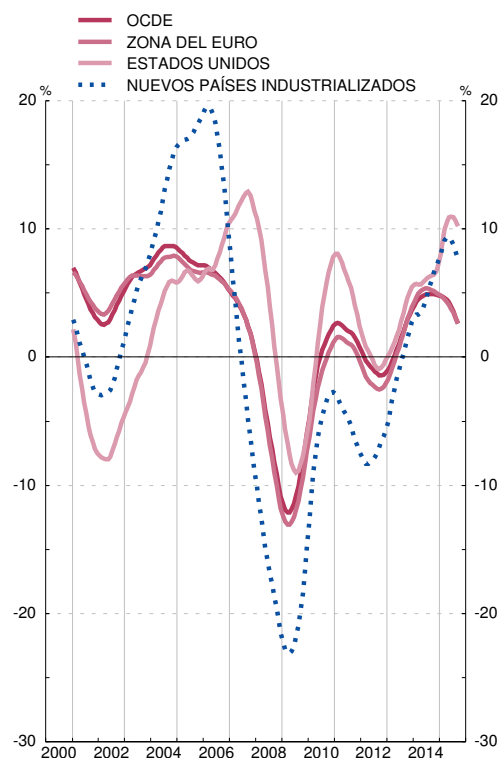
POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

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



FUENTES: ME, MHAP y BE.

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

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

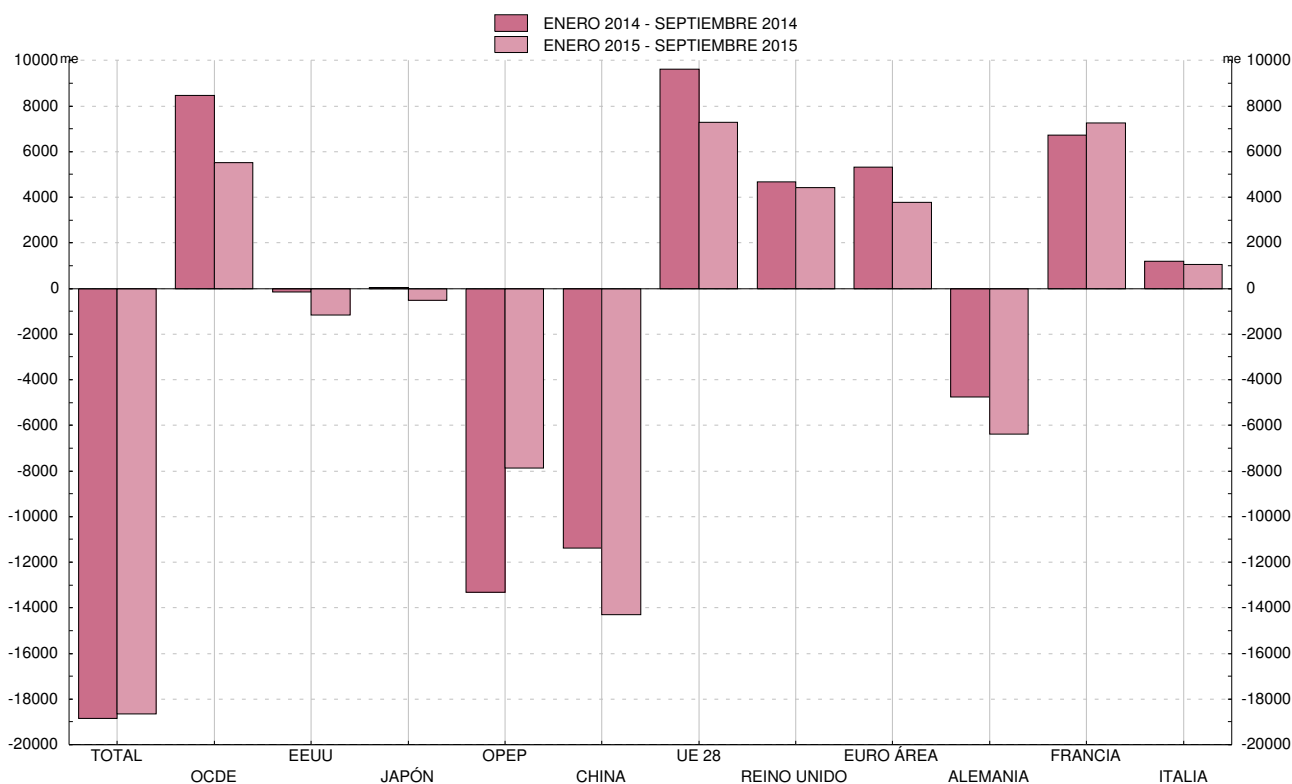
a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

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

Millones de euros

	1	Total mundial	Unión Europea (UE 28)							OCDE				OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados
			Total	Zona del Euro					Resto de la UE 28		Del cual:						
				Del cual:				Del cual:		Total	EEUU	Japón					
				Total	Alemania	Francia	Italia	Total	Reino Unido								
		2=3+7	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
08		-94 160	-26 033	-26 162	-19 612	3 019	-6 608	129	356	-39 729	-3 739	-3 663	-20 561	-4 774	-18 340	-3 296	
09		-46 227	-8 922	-6 540	-9 980	6 787	-1 847	-2 382	187	-15 708	-2 742	-1 958	-10 701	-2 497	-12 471	-1 532	
10		-53 276	-4 816	-1 886	-8 598	7 904	-477	-2 929	597	-11 261	-3 058	-2 054	-16 216	-4 130	-16 253	-1 252	
11		-47 910	3 559	1 387	-8 984	8 590	219	2 172	2 955	-1 751	-2 956	-1 389	-19 066	-5 152	-15 317	-1 116	
12		-31 831	12 203	7 306	-4 118	9 222	656	4 897	3 778	9 933	-858	-859	-21 120	-5 281	-14 023	83	
13		-16 533	17 058	10 573	-4 360	10 639	1 563	6 485	6 134	14 760	-1 575	-183	-17 248	-1 184	-13 470	6	
14	P	-24 472	11 223	6 338	-7 085	8 642	1 704	4 885	5 454	10 299	332	-21	-17 278	-1 228	-15 686	1 395	
14 Ago	P	-2 772	1 157	582	-409	629	141	575	527	1 186	26	39	-1 880	-343	-1 366	151	
Sep	P	-2 374	1 049	822	-716	877	288	228	301	792	-18	-0	-1 343	-426	-1 595	108	
Oct	P	-2 240	698	433	-906	652	302	265	374	815	154	36	-1 623	-67	-1 551	281	
Nov	P	-1 555	687	619	-660	705	229	68	128	709	136	-40	-1 039	-188	-1 241	125	
Dic	P	-1 822	227	-44	-766	548	-15	271	281	301	193	-58	-1 288	149	-1 504	162	
15 Ene	P	-2 596	783	223	-580	527	257	561	692	415	-150	-26	-951	-48	-1 572	-74	
Feb	P	-2 037	721	390	-672	771	158	331	533	764	-202	-13	-939	25	-1 579	27	
Mar	P	-891	1 358	925	-471	759	289	432	524	1 069	-272	-73	-378	98	-1 652	19	
Abr	P	-2 253	607	74	-771	528	117	534	608	279	-198	-62	-1 082	7	-1 200	-16	
May	P	-1 657	911	473	-835	839	127	438	500	823	-179	-31	-811	-81	-1 493	-14	
Jun	P	-2 046	571	500	-885	1 149	-67	71	338	475	-11	-95	-741	-72	-1 666	-3	
Jul	P	-1 396	1 108	553	-721	1 147	35	555	567	1 043	52	-49	-970	-22	-1 673	-32	
Ago	P	-3 195	217	11	-596	555	-59	206	133	69	-46	-71	-1 074	-101	-1 601	-7	
Sep	P	-2 571	1 000	616	-844	982	185	384	527	571	-165	-111	-931	-15	-1 870	-181	

SALDO COMERCIAL ACUMULADO



FUENTE: MHAP.

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

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

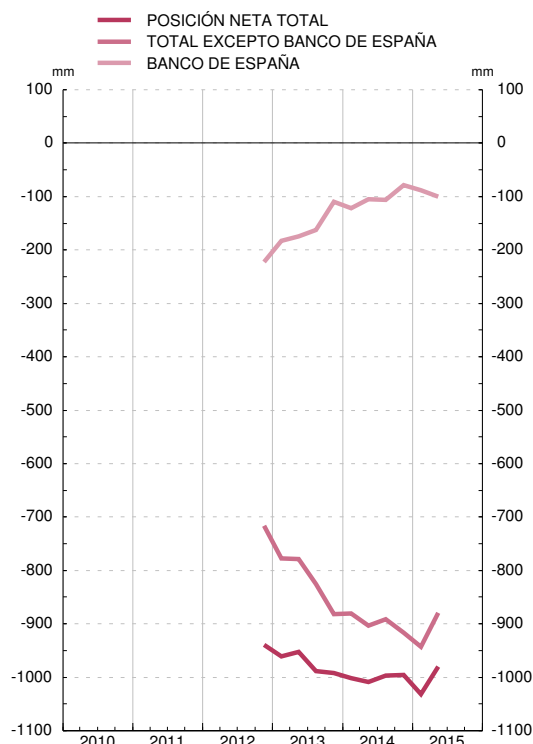
7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

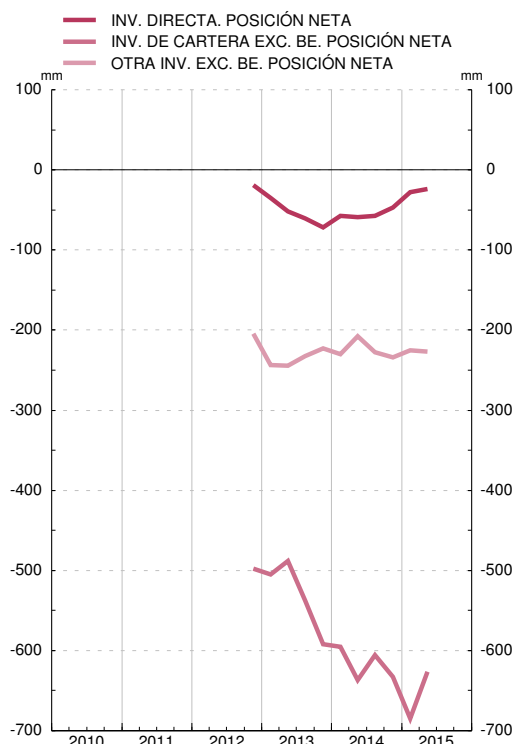
Saldos a fin de periodo en mm de euros

	Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España											Banco de España				
		Posición neta excepto Banco de España (activos-pasivos)	Inversión directa			Inversión de cartera			Otra inversión			Derivados financieros Posición neta (activos - pasivos)	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Posición neta frente al Euro-sistema	Otros (a)	
			Posición neta (activos-pasivos)	Activos	Pasivos	Posición neta (activos-pasivos)	Activos	Pasivos	Posición neta (activos-pasivos)	Activos	Pasivos						
	1=2+13	2=3+6+9+12	3=4-5	4	5	6=7-8	7	8	9=10-11	10	11	12	13=14 a 16	14	15	16	
07	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
08	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
09	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
10	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
11	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
12 //	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
///	
IV	-939	-717	-19	536	555	-498	293	791	-204	359	563	5	-222	38	-298	38	
13 /	-961	-778	-35	533	567	-505	301	806	-243	357	600	5	-183	40	-257	35	
//	-953	-779	-51	506	557	-488	298	786	-244	348	592	5	-174	35	-240	30	
///	-988	-826	-61	495	556	-538	302	839	-232	317	549	5	-163	35	-221	23	
IV	-992	-882	-72	504	576	-592	310	902	-223	316	539	5	-110	34	-162	18	
14 /	-1 002	-880	-57	522	580	-595	337	932	-230	311	541	2	-122	34	-165	9	
//	-1 008	-903	-59	527	586	-637	353	990	-208	334	542	0	-105	35	-144	4	
///	-997	-891	-57	544	602	-606	375	981	-228	330	558	-0	-106	37	-140	-2	
IV	-996	-917	-47	542	589	-633	381	1 014	-234	316	550	-3	-79	41	-114	-6	
15 /	-1 031	-943	-28	569	597	-685	435	1 120	-225	335	560	-5	-88	51	-135	-5	
//	-980	-880	-24	569	593	-626	450	1 076	-227	320	548	-2	-100	49	-145	-4	

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

Se han publicado inicialmente datos de Posición de Inversión Internacional desde el cuarto trimestre de 2012.

Véase la nota a. 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.

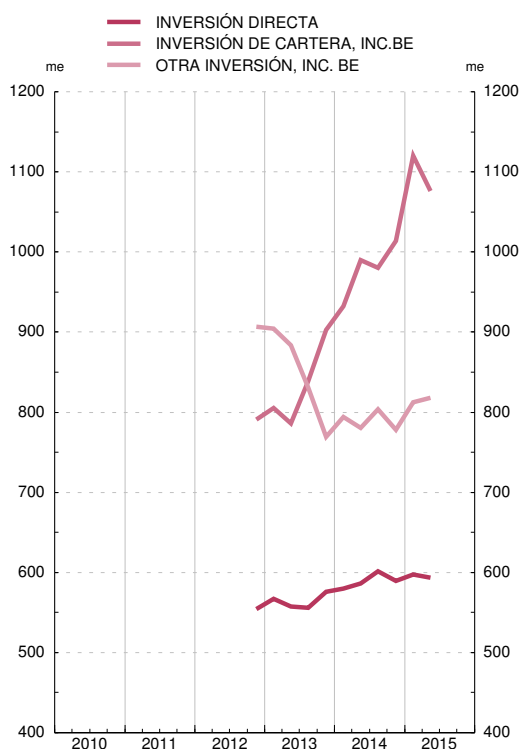
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Inversión directa				Inversión de cartera, incluido Banco de España				Otra inversión, incluido Banco de España		Derivados financieros incluido BE	
	Activos		Pasivos		Activos		Pasivos		Activos	Pasivos	Activos	Pasivos
	Participaciones de capital	Instrumentos de deuda	Participaciones de capital	Instrumentos de deuda	Participaciones de capital y en fondos de inversión	Títulos de deuda	Participaciones de capital y en fondos de inversión	Títulos de deuda				
	1	2	1	2	5	6	7	8	9	10	11	12
07	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
08	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
09	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
10	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
11	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
12 /	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
III	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
IV	451	85	348	207	105	231	179	612	399	907	157	152
13 /	451	82	360	208	114	227	182	623	398	904	148	143
II	426	80	350	207	120	216	180	606	392	884	128	123
III	414	81	349	206	126	210	220	619	366	831	125	120
IV	424	80	370	206	137	206	242	661	369	769	105	100
14 /	434	88	371	208	146	225	250	682	374	794	103	100
II	437	91	374	212	156	229	273	716	401	780	109	109
III	458	87	379	222	166	239	274	707	403	804	119	119
IV	456	86	378	211	178	234	273	741	393	778	120	123
15 /	477	92	379	219	208	260	328	792	414	812	140	145
II	477	92	378	215	222	265	316	760	404	818	111	113

ACTIVOS



PASIVOS



FUENTE: BE.

Se han publicado inicialmente datos de Posición de Inversión Internacional desde el cuarto trimestre de 2012.

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

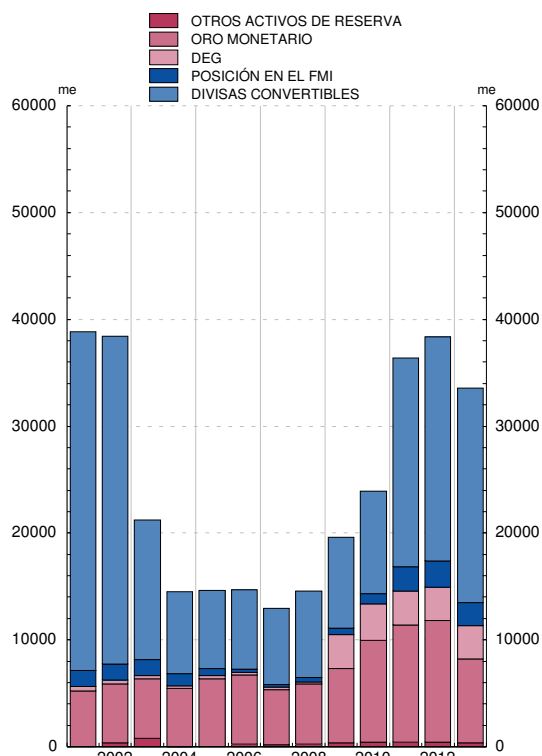
7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

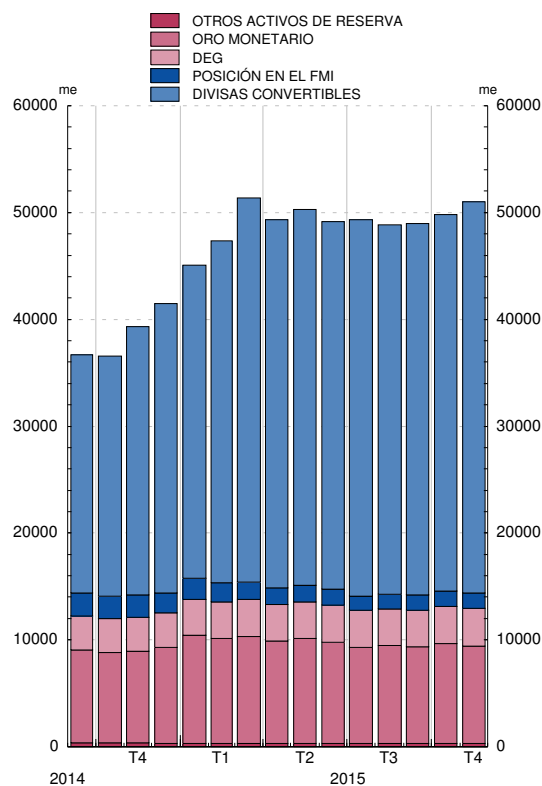
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Otros activos de reserva	Millones de onzas troy
	1	2	3	4	5	6	7
09	19 578	8 518	541	3 222	6 938	358	9,1
10	23 905	9 564	995	3 396	9 555	395	9,1
11	36 402	19 578	2 251	3 163	11 017	394	9,1
12	38 347	20 984	2 412	3 132	11 418	401	9,1
13	33 587	20 093	2 152	3 122	7 888	332	9,1
14 Jun	34 834	20 645	2 115	3 071	8 704	299	9,1
Jul	35 282	21 036	2 138	3 106	8 693	309	9,1
Ago	35 768	21 391	2 106	3 128	8 832	311	9,1
Sep	36 684	22 322	2 125	3 200	8 706	330	9,1
Oct	36 592	22 497	2 130	3 176	8 432	358	9,1
Nov	39 328	25 109	2 117	3 161	8 587	354	9,1
Dic	41 469	27 076	1 888	3 233	8 943	328	9,1
15 Ene	45 050	29 282	1 975	3 377	10 089	327	9,1
Feb	47 377	32 049	1 782	3 393	9 828	325	9,1
Mar	51 349	35 938	1 614	3 486	9 987	325	9,1
Abr	49 362	34 504	1 540	3 407	9 594	317	9,1
May	50 302	35 188	1 542	3 447	9 802	323	9,1
Jun	49 172	34 437	1 517	3 432	9 481	305	9,1
Jul	49 309	35 202	1 361	3 473	8 965	309	9,1
Ago	48 840	34 563	1 415	3 421	9 149	292	9,1
Sep	48 971	34 751	1 425	3 431	9 075	289	9,1
Oct	49 830	35 285	1 420	3 473	9 355	297	9,1
Nov	51 007	36 603	1 452	3 556	9 088	308	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. 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', 2013, (<https://www.imf.org/external/np/sta/ir/IRProcessWeb/pdf/guide2013.pdf>)

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	
			Títulos de deuda c/p	Préstamos Créd. com y otros pasivos	Títulos de deuda l/p	Préstamos Créd. com y otros pasivos		Títulos de deuda c/p	Depósitos	Préstamos Créd. com y otros pasivos	Títulos de deuda l/p	Depósitos
1	2	3 (a)	4 (b)	5 (a)	6	7	8	9	10	11	12	
11 /	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
///
IV	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
12 /	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
///
IV	1 724 881	332 482	14 010	387	225 299	92 786	494 832	1 800	211 194	2 725	159 326	119 788
13 /	1 734 320	348 708	12 025	121	240 996	95 566	532 003	1 506	248 824	1 960	163 103	116 612
///	1 696 538	348 250	12 780	261	237 032	98 176	515 384	1 410	248 180	2 684	156 230	106 880
///	1 656 251	375 196	14 978	1 151	260 071	98 996	460 835	1 444	226 220	2 522	148 111	82 538
IV	1 634 508	420 761	25 887	345	294 454	100 076	450 995	1 651	215 446	2 239	148 449	83 210
14 /	1 683 965	438 269	29 622	32	308 253	100 363	456 681	1 938	218 904	2 599	151 288	81 953
///	1 708 386	471 246	45 946	467	323 503	101 330	456 901	2 303	218 564	4 037	150 233	81 764
///	1 731 939	464 431	48 273	842	314 983	100 333	472 559	2 780	235 772	3 391	150 456	80 160
IV	1 730 234	503 447	54 664	824	346 476	101 484	467 009	3 621	248 345	2 727	148 502	63 815
15 /	1 823 137	546 434	52 899	16	395 373	98 146	465 902	4 608	257 777	1 887	140 264	61 366
///	1 792 934	538 555	53 246	494	387 013	97 802	448 780	3 596	245 864	3 021	135 742	60 557

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

	Banco de España			Otros sectores residentes						Inversión Directa			
	Total (a)	Corto plazo	Largo plazo	Total	Corto plazo		Largo plazo		Total	Pasivos con:			
		Depósitos	Derechos especiales de giro (asignados)		Títulos de deuda c/p	Préstamos Créd. com y otros pasivos	Títulos de deuda l/p	Préstamos Créd. com y otros pasivos		Inversores directos	Empresas de inversión directa	Empresas del grupo	
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
11 /	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
///	
IV	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
12 /	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
///	
IV	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
	343 645	340 349	3 296	347 369	6 064	28 829	205 661	106 815	206 553	47 815	40 522	118 216	
13 /	303 787	300 479	3 308	342 268	6 680	29 916	199 076	106 596	207 555	46 561	41 201	119 792	
///	291 309	288 055	3 253	334 497	6 935	30 251	191 981	105 330	207 099	45 671	42 469	118 959	
///	281 557	278 345	3 213	332 192	6 848	30 144	187 961	107 238	206 471	45 168	46 286	115 018	
IV	230 313	227 151	3 162	326 670	3 437	30 626	186 732	105 876	205 769	44 797	45 704	115 268	
14 /	252 863	249 694	3 169	327 888	4 552	31 794	186 663	104 880	208 264	43 850	50 504	113 910	
///	238 203	235 002	3 201	329 978	4 738	31 574	189 774	103 892	212 059	44 176	51 813	116 070	
///	245 669	242 338	3 331	326 950	5 037	33 421	184 989	103 504	222 330	46 036	54 925	121 370	
IV	227 902	224 530	3 372	320 769	5 333	32 762	182 735	99 939	211 107	47 262	49 139	114 706	
15 /	252 276	248 736	3 540	339 685	8 468	40 511	190 748	99 957	218 840	49 383	53 515	115 942	
///	270 680	267 140	3 540	320 183	4 823	38 484	175 712	101 163	214 736	48 681	51 878	114 176	

FUENTE: BE.

a. Véase la nota b al cuadro 17.09 del Boletín Estadístico.

b. Véase la nota b al cuadro 17.11 del Boletín Estadístico.

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

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

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto en euros							Contrapartidas					
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 de depósito	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto activos (neto)		
1=2+3+4+5+6-7	2	3	4	5	6	7	8=9+10-11-12	9	10	11	12	13	
14 Jun	581 427	129 914	477 857	-	-	199	26 542	371 611	955 928	108 495	537 158	155 654	209 816
Jul	507 639	101 169	429 621	-	-	269	23 420	297 259	964 376	103 583	547 497	223 204	210 380
Ago	483 061	114 947	393 227	-	-	119	25 232	267 252	971 781	67 203	547 655	224 077	215 809
Sep	470 099	106 955	387 138	-	-	196	24 191	276 727	970 593	75 832	548 834	220 863	193 371
Oct	480 000	91 221	417 154	-	-	257	28 631	288 777	972 659	79 858	561 915	201 824	191 223
Nov	474 620	103 760	399 875	-	-	144	29 159	290 858	976 005	72 851	562 897	195 100	183 762
Dic	506 285	110 831	429 556	-	-	138	34 241	279 468	999 398	64 557	566 006	218 481	226 817
15 Ene	527 989	128 640	456 509	-	-	740	57 899	297 251	1 005 172	69 948	585 434	192 434	230 738
Feb	481 684	135 790	387 228	-	-	446	41 780	251 321	1 004 298	61 435	588 807	225 606	230 364
Mar	436 119	140 623	344 586	-	-	209	49 298	198 667	1 010 181	64 599	594 510	281 602	237 452
Abr	431 994	101 712	417 158	-	-	81	86 957	153 441	1 020 338	75 476	656 841	285 532	278 553
May	399 967	95 097	407 474	-	-	82	102 685	96 963	1 027 386	72 348	655 368	347 403	303 004
Jun	411 245	91 101	411 763	-	-	281	91 900	60 183	1 035 134	97 520	656 529	415 942	351 063
Jul	422 876	75 988	466 786	-	-	330	120 228	22 947	1 050 490	92 338	627 570	492 311	399 929
Ago	382 082	71 023	462 482	-	-	763	152 187	-53 755	1 056 204	50 364	627 374	532 949	435 836
Sep	379 685	70 958	456 934	-	-	190	148 396	-79 562	1 052 592	76 947	628 141	580 961	459 248
Oct	373 949	69 340	466 018	-	-	148	161 557	-95 569	1 052 407	103 301	611 534	639 743	469 518
Nov	350 967	64 506	461 099	-	-	54	174 693	-138 868	1 054 588	93 745	612 089	675 112	489 835

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

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto en euros							Contrapartidas							
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 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
14 Jun	173 088	24 701	149 752	-	-	-	1 365	215 101	-6 436	-47 723	50 677	2 645	33 248	67 796	12 145
Jul	160 694	26 520	134 179	-	-	-	5	202 469	-6 436	-48 094	50 836	334	33 694	65 570	12 755
Ago	162 546	37 585	124 993	-	-	-	33	206 055	-6 436	-48 406	49 686	1 111	33 712	65 492	11 333
Sep	154 798	31 401	123 448	-	-	-	51	199 974	-6 436	-51 141	47 537	185	33 755	65 109	12 401
Oct	154 788	27 338	127 455	-	-	0	5	200 926	-6 436	-51 132	45 925	532	35 571	62 018	11 430
Nov	150 994	27 417	123 583	-	-	-	6	191 981	-6 436	-45 785	44 835	5 786	36 553	59 853	11 235
Dic	141 338	21 115	120 508	-	-	0	285	190 903	-6 436	-56 469	46 567	733	39 500	64 270	13 341
15 Ene	141 490	26 984	114 942	-	-	-	436	195 486	-6 436	-57 889	45 667	2 093	40 694	64 955	10 329
Feb	132 010	48 280	83 792	-	-	-	63	187 936	-6 436	-62 925	43 930	126	41 649	65 332	13 434
Mar	123 819	53 920	69 985	-	-	12	97	187 900	-6 436	-69 351	43 900	690	44 985	68 957	11 706
Abr	135 763	30 903	104 977	-	-	0	117	203 296	-6 436	-72 745	44 140	3 814	50 577	70 122	11 648
May	132 595	28 836	104 018	-	-	-	259	209 409	-6 436	-83 252	43 269	244	50 644	76 121	12 874
Jun	132 123	27 164	105 231	-	-	-	273	215 832	-6 436	-90 909	42 906	1 745	50 730	84 830	13 636
Jul	139 636	16 995	122 771	-	-	-	130	225 397	-6 436	-91 482	43 620	7 092	48 546	93 649	12 158
Ago	137 919	15 804	122 224	-	-	-	110	233 940	-6 436	-102 407	42 529	2 669	48 595	99 011	12 822
Sep	135 735	14 394	121 441	-	-	-	100	229 347	-6 436	-99 080	40 879	14 798	48 637	106 120	11 904
Oct	138 924	14 199	124 862	-	-	-	136	240 597	-6 436	-109 872	39 590	12 336	48 204	113 593	14 635
Nov	135 670	11 843	124 027	-	-	-	200	252 267	-6 436	-125 118	38 439	5 782	48 280	121 059	14 955

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

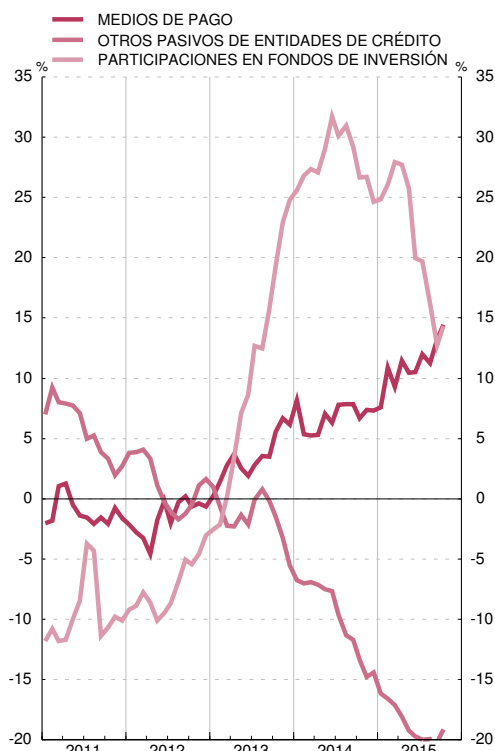
8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

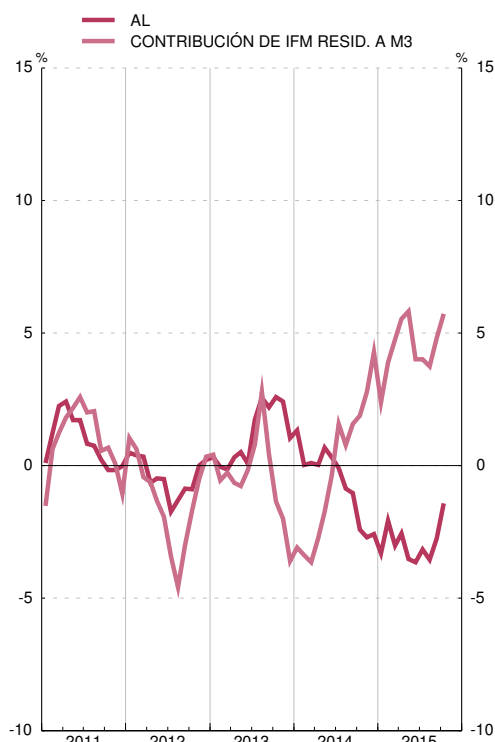
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión (b)				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 (c)			Otros depó- sitos (d)	Cesiones temp. + valores de entida- des de cré- dito	Depó- sitos en su- cursales en exte- rior			Renta fija en euros (e)	Resto	AL (f)	Contri- bución de IFM resid. a M3
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
12	506 551	-0,7	-3,1	-0,1	585 080	1,7	-0,2	14,8	12,3	134 897	-3,0	-10,0	-0,5	0,2	0,3
13	537 676	6,1	-5,8	8,8	552 617	-5,5	0,7	-44,1	-32,1	168 370	24,8	38,7	20,2	1,0	-3,6
14	P 576 888	7,3	-8,1	10,3	472 793	-14,4	-11,0	-55,5	22,7	209 856	24,6	24,4	24,7	-2,6	4,3
14 Jul	559 515	7,8	-8,3	11,2	508 418	-9,6	-5,7	-50,8	-19,8	197 142	30,1	31,5	29,6	-0,1	1,6
Ago	564 024	7,9	-8,5	11,3	501 627	-11,4	-7,3	-54,5	-22,6	199 822	31,0	31,8	30,7	-0,9	0,8
Sep	562 288	7,9	-9,0	11,3	496 707	-11,7	-7,7	-56,0	-20,7	203 233	29,2	30,7	28,7	-1,0	1,6
Oct	554 611	6,7	-8,8	9,8	485 273	-13,3	-9,2	-61,4	-10,9	204 602	26,7	29,0	25,8	-2,4	1,9
Nov	P 570 663	7,4	-8,6	10,5	474 257	-14,8	-10,7	-65,9	4,9	208 807	26,7	27,1	26,6	-2,7	2,8
Dic	P 576 888	7,3	-8,1	10,3	472 793	-14,4	-11,0	-55,5	22,7	209 856	24,6	24,4	24,7	-2,6	4,3
15 Ene	P 575 842	7,6	-8,0	10,6	458 761	-16,2	-12,5	-68,9	15,3	214 803	24,9	21,8	26,0	-3,3	2,4
Feb	P 582 636	10,9	-7,7	14,5	452 755	-16,6	-13,4	-67,8	11,4	221 980	26,1	19,9	28,5	-2,1	3,9
Mar	P 588 564	9,3	-7,2	12,4	444 523	-17,1	-14,8	-60,7	3,3	231 360	28,0	15,8	32,6	-3,0	4,8
Abr	P 594 707	11,5	-6,8	14,9	433 793	-18,1	-15,1	-71,1	-4,1	234 837	27,7	12,0	33,8	-2,6	5,5
May	P 607 251	10,5	-6,6	13,5	424 110	-19,2	-16,2	-72,7	-14,7	237 118	25,8	7,2	32,8	-3,5	5,8
Jun	P 625 594	10,5	-6,7	13,5	414 019	-19,7	-16,9	-72,0	-26,7	232 624	20,0	1,6	26,8	-3,7	4,0
Jul	P 626 661	12,0	-4,1	14,8	406 699	-20,0	-17,6	-69,2	-24,3	235 944	19,7	-1,5	27,6	-3,2	4,0
Ago	A 627 457	11,2	-4,4	13,9	401 541	-20,0	-17,8	-66,0	-23,7	232 160	16,2	-5,5	24,4	-3,5	3,7
Sep	A 636 723	13,2	-3,8	16,1	395 862	-20,3	-18,5	-63,1	-23,2	229 155	12,8	-7,7	20,5	-2,8	4,8
Oct	A 634 615	14,4	-3,5	17,4	392 401	-19,1	-17,8	-55,8	-27,7	233 965	14,4	-4,7	21,7	-1,4	5,7

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. Incluye sociedades de inversión de capital variable (SICAV).

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

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

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

f. Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de renta fija en euros.

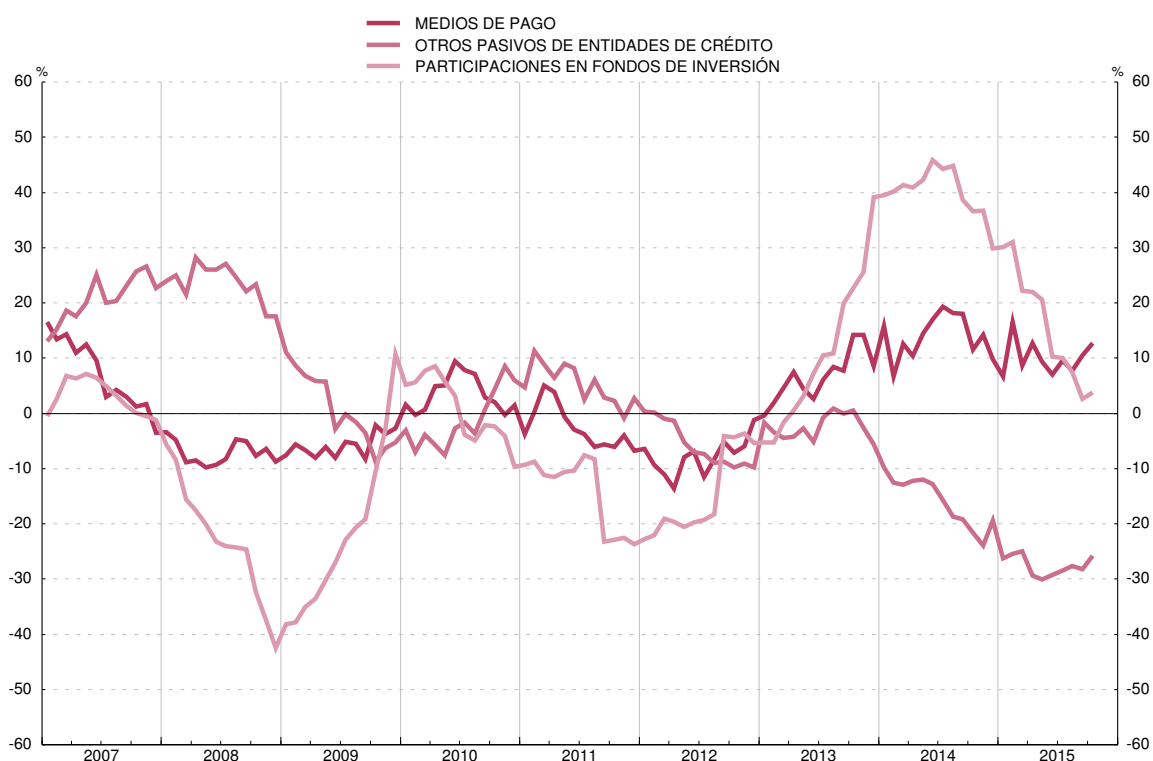
8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago (b)		Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión (c)			
	SalDOS	Tasa inter-anual	SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual	
					Otros depósitos (d)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (e)	Resto de fondos y sociedades de inversión
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
12	109 815	-1,3	110 079	-9,8	-7,1	-16,0	17 121	-5,4	-4,9	-5,5
13	119 139	8,5	103 949	-5,6	3,7	-29,9	23 822	39,1	71,1	32,1
14	P 130 782	9,8	83 733	-19,4	-20,9	-13,8	30 941	29,9	22,5	32,0
14 Jul	129 003	19,3	88 527	-15,8	-7,9	-45,4	28 761	44,3	47,2	43,5
Ago	133 639	18,2	87 160	-18,7	-11,0	-48,3	29 088	44,8	46,3	44,4
Sep	134 178	18,1	86 202	-19,2	-13,1	-45,1	30 175	38,7	42,9	37,6
Oct	127 709	11,6	82 963	-21,7	-16,2	-45,6	30 322	36,6	40,9	35,5
Nov	P 135 648	14,3	79 061	-24,0	-20,0	-42,4	30 786	36,7	39,1	36,1
Dic	P 130 782	9,8	83 733	-19,4	-20,9	-13,8	30 941	29,9	22,5	32,0
15 Ene	P 129 241	6,7	74 340	-26,3	-24,4	-35,9	31 501	30,1	20,9	32,8
Feb	P 133 676	16,6	72 850	-25,5	-23,9	-34,3	32 283	31,1	19,9	34,3
Mar	P 137 349	8,7	72 241	-25,0	-25,9	-19,7	32 082	22,2	8,7	26,1
Abr	P 136 022	12,7	66 991	-29,4	-26,9	-44,1	32 384	22,0	5,3	26,8
May	P 141 546	9,3	66 158	-30,1	-26,7	-49,2	32 580	20,5	1,1	26,1
Jun	P 144 807	7,0	64 366	-29,3	-26,8	-44,6	31 312	10,3	-7,1	15,2
Jul	P 141 348	9,6	63 331	-28,5	-26,3	-42,0	31 659	10,1	-9,8	15,7
Ago	A 143 887	7,7	63 085	-27,6	-25,9	-39,0	31 271	7,5	-13,7	13,6
Sep	A 148 339	10,6	61 853	-28,2	-26,9	-37,5	30 975	2,6	-16,6	8,1
Oct	A 143 942	12,7	61 598	-25,8	-24,4	-34,7	31 473	3,8	-13,8	8,9

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. Incluye sociedades de inversión de capital variable (SICAV).

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

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

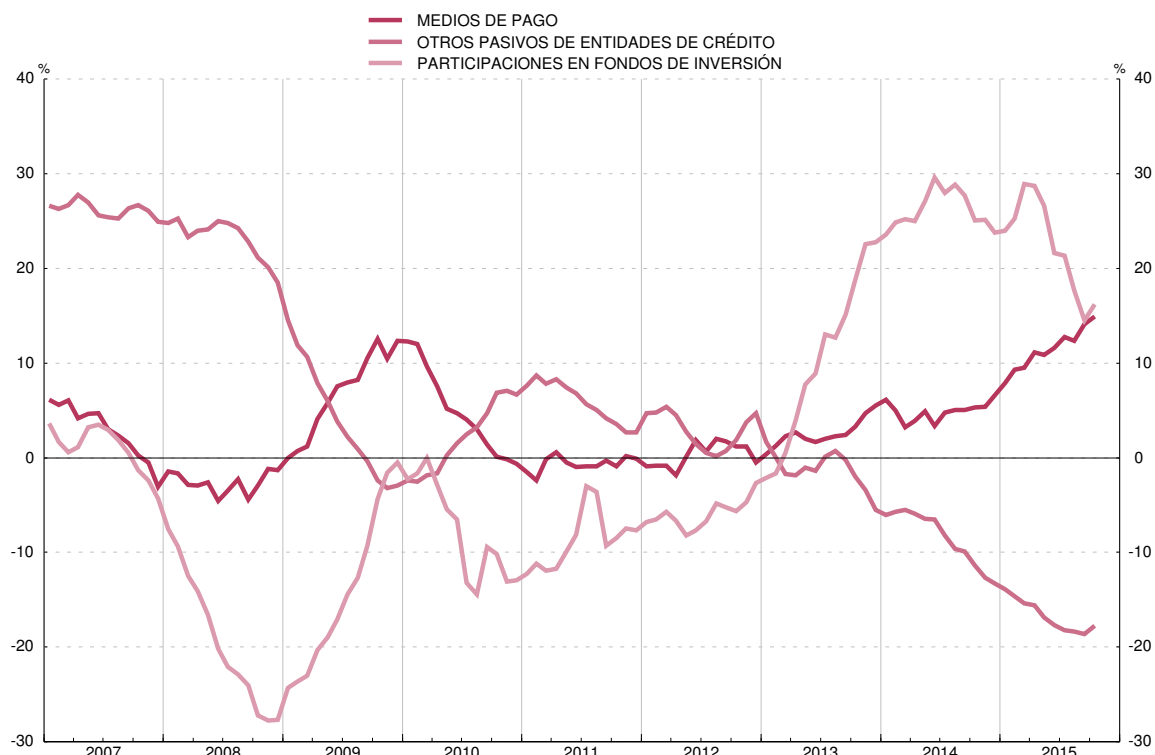
8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión (b)			
	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 (c)			Otros depó-sitos (d)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (e)	Resto de fondos y socieda-des de inversión
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
12	396 736	-0,5	-2,1	-0,0	475 002	4,7	1,2	45,4	117 776	-2,7	-10,5	0,4
13	418 537	5,5	-6,0	8,8	448 669	-5,5	0,2	-51,5	144 547	22,7	35,4	18,3
14	446 107	6,6	-7,6	10,1	389 060	-13,3	-9,1	-83,0	178 915	23,8	24,6	23,5
14 Jul	430 512	4,7	-8,2	8,2	419 891	-8,2	-5,3	-51,5	168 381	28,0	29,7	27,3
Ago	430 385	5,0	-8,3	8,5	414 466	-9,6	-6,5	-55,8	170 734	28,9	30,0	28,4
Sep	428 110	5,0	-8,7	8,6	410 505	-9,9	-6,6	-60,1	173 058	27,7	29,2	27,1
Oct	426 901	5,3	-8,5	8,9	402 309	-11,4	-7,8	-67,7	174 280	25,1	27,5	24,1
Nov	435 015	5,4	-8,2	8,8	395 196	-12,7	-8,8	-75,6	178 021	25,1	25,6	24,9
Dic	446 107	6,6	-7,6	10,1	389 060	-13,3	-9,1	-83,0	178 915	23,8	24,6	23,5
15 Ene	446 601	7,9	-7,5	11,7	384 421	-13,9	-10,2	-82,9	183 302	24,0	21,9	24,8
Feb	448 960	9,3	-7,3	13,4	379 905	-14,6	-11,3	-82,4	189 698	25,3	19,9	27,5
Mar	451 215	9,5	-6,8	13,5	372 282	-15,4	-12,6	-81,2	199 278	28,9	16,7	33,8
Abr	458 685	11,1	-6,4	15,3	366 802	-15,6	-12,8	-82,8	202 452	28,7	12,8	35,1
May	465 705	10,8	-6,2	14,8	357 952	-16,9	-14,2	-84,1	204 538	26,6	8,0	34,0
Jun	480 787	11,6	-6,3	15,7	349 653	-17,7	-15,0	-86,2	201 312	21,6	2,7	28,9
Jul	485 313	12,7	-3,6	16,5	343 367	-18,2	-15,9	-84,1	204 284	21,3	-0,4	29,8
Ago	483 570	12,4	-3,9	16,0	338 455	-18,3	-16,3	-82,1	200 889	17,7	-4,4	26,4
Sep	488 384	14,1	-3,3	17,9	334 009	-18,6	-16,9	-79,9	198 180	14,5	-6,5	22,8
Oct	490 673	14,9	-3,1	18,9	330 803	-17,8	-16,5	-73,5	202 492	16,2	-3,4	24,1

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. Incluye sociedades de inversión de capital variable (SICAV).

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

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

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

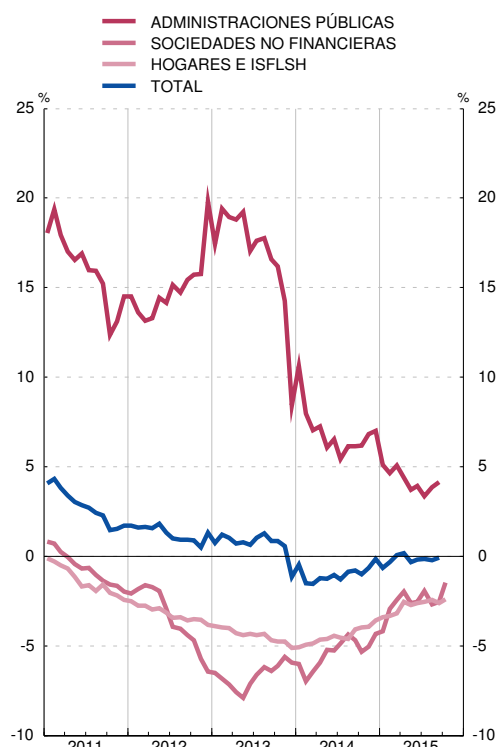
8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

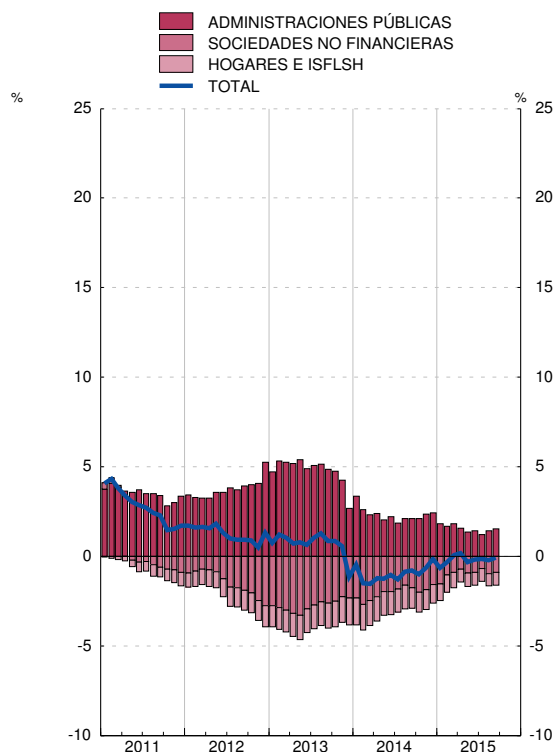
Millones de euros y porcentajes

	Total			Tasa interanual							Contribución a la tasa del total						
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH						Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					
					Por sectores		Por instrumentos					Por sectores		Por instrumentos			
					Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crto fondos titul. y SGA(c)	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior	Sociedades no financieras		Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
12	2 821 310	37 200	1,3	19,8	-5,3	-6,4	-3,8	-5,8	14,2	-7,2	5,2	-3,9	-2,7	-1,2	-3,5	0,3	-0,7
13	2 760 009	-32 072	-1,1	8,5	-5,6	-5,9	-5,1	-7,1	3,8	0,4	2,7	-3,8	-2,3	-1,5	-3,9	0,1	0,0
14	P 2 725 680	-3 851	-0,1	7,0	-4,0	-4,3	-3,6	-5,0	1,9	-0,3	2,5	-2,6	-1,6	-1,0	-2,6	0,1	-0,0
14 Jul	2 743 642	-15 675	-1,3	5,4	-4,7	-4,9	-4,5	-6,6	-0,7	3,8	1,9	-3,1	-1,8	-1,3	-3,5	-0,0	0,4
Ago	2 743 917	1 074	-0,8	6,2	-4,5	-4,3	-4,6	-6,5	-0,4	5,1	2,1	-2,9	-1,6	-1,3	-3,4	-0,0	0,5
Sep	2 747 610	6 273	-0,8	6,2	-4,4	-4,7	-4,1	-6,3	2,7	3,4	2,1	-2,9	-1,7	-1,2	-3,3	0,1	0,3
Oct	2 731 791	-12 059	-1,0	6,2	-4,7	-5,3	-4,0	-6,5	1,5	2,4	2,1	-3,1	-2,0	-1,1	-3,4	0,0	0,2
Nov	P 2 740 220	9 050	-0,6	6,8	-4,5	-5,0	-3,9	-6,0	1,7	1,2	2,3	-3,0	-1,9	-1,1	-3,1	0,0	0,1
Dic	P 2 725 680	-5 543	-0,1	7,0	-4,0	-4,3	-3,6	-5,0	1,9	-0,3	2,5	-2,6	-1,6	-1,0	-2,6	0,1	-0,0
15 Ene	P 2 721 887	-4 701	-0,6	5,1	-3,8	-4,2	-3,4	-5,0	2,1	0,2	1,8	-2,5	-1,5	-1,0	-2,6	0,1	0,0
Feb	P 2 724 050	2 910	-0,3	4,7	-3,1	-2,9	-3,3	-4,4	8,7	0,2	1,7	-2,0	-1,0	-0,9	-2,2	0,2	0,0
Mar	P 2 732 142	9 736	0,1	5,1	-2,8	-2,4	-3,2	-3,9	7,5	-0,0	1,8	-1,8	-0,9	-0,9	-2,0	0,2	-0,0
Abr	P 2 720 943	-7 047	0,2	4,4	-2,2	-2,0	-2,5	-3,2	4,5	0,9	1,6	-1,4	-0,7	-0,7	-1,6	0,1	0,1
May	P 2 715 146	-3 849	-0,3	3,7	-2,7	-2,6	-2,7	-3,5	1,4	0,2	1,4	-1,7	-0,9	-0,8	-1,7	0,0	0,0
Jun	P 2 724 640	15 108	-0,2	4,0	-2,6	-2,5	-2,6	-3,2	1,2	-0,6	1,4	-1,6	-0,9	-0,7	-1,6	0,0	-0,1
Jul	P 2 708 419	-14 984	-0,1	3,4	-2,2	-1,9	-2,5	-2,8	3,9	-1,2	1,2	-1,4	-0,7	-0,7	-1,4	0,1	-0,1
Ago	A 2 706 603	-510	-0,2	3,9	-2,6	-2,7	-2,4	-2,8	3,0	-3,2	1,4	-1,6	-1,0	-0,7	-1,4	0,1	-0,3
Sep	A 2 714 062	9 674	-0,1	4,1	-2,6	-2,5	-2,6	-2,7	1,3	-3,2	1,5	-1,6	-0,9	-0,7	-1,3	0,0	-0,3
Oct	A ...	...	...	...	-1,9	-1,4	-2,4	-1,8	2,6	-3,4	...	...	...	...	...	...	...

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

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

c. Incluye los préstamos transferidos a la SAREB, que es una Sociedad de Gestión de Activos (SGA).

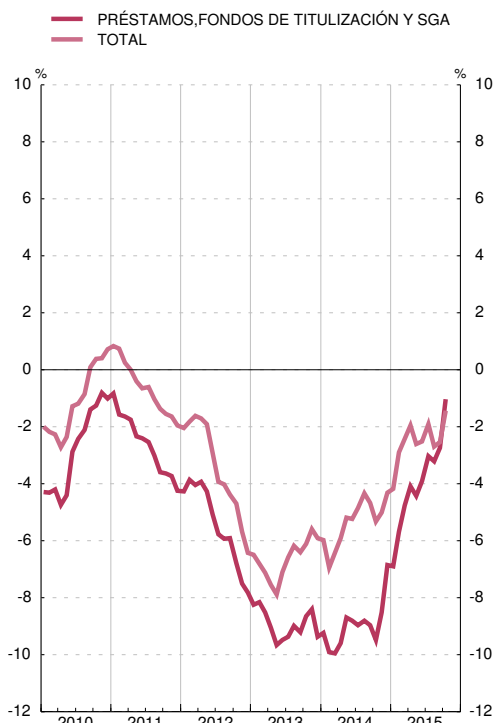
8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

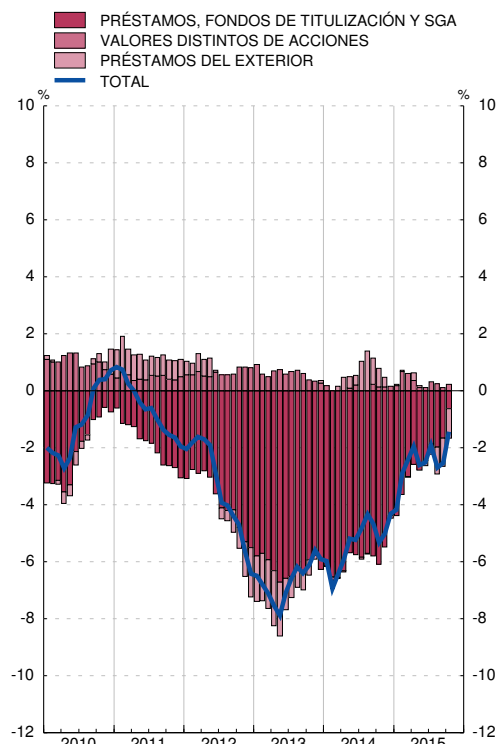
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes, préstamos titulizados fuera del balance y prmtos. transf. a SGA (c)			Valores distintos de acciones (b)				Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera de balance y préstamos transfer. a SGA (c)
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Emisiones de filial. financ. resid.	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
12	1 099 706	-76 783	-6,4	736 625	-7,8	-5,5	77 653	60 331	14,2	0,8	285 428	-7,2	-1,7	28 680
13	1 010 986	-65 063	-5,9	646 868	-9,4	-6,3	80 615	60 529	3,8	0,3	283 503	0,4	0,1	37 970
14	P 942 873	-43 658	-4,3	579 445	-6,9	-4,4	82 137	61 051	1,9	0,2	281 291	-0,3	-0,1	34 763
14 Jul	976 040	-743	-4,9	604 367	-9,0	-5,8	80 062	57 577	-0,7	-0,1	291 611	3,8	1,0	36 283
Ago	976 242	530	-4,3	598 373	-8,8	-5,7	80 233	57 711	-0,4	-0,0	297 636	5,1	1,4	35 875
Sep	971 027	-3 330	-4,7	593 477	-9,0	-5,8	83 022	60 031	2,7	0,2	294 527	3,4	0,9	35 825
Oct	961 504	-6 519	-5,3	584 809	-9,5	-6,1	82 645	60 639	1,5	0,1	294 049	2,4	0,7	35 470
Nov	P 960 126	-1 099	-5,0	586 875	-8,5	-5,5	82 604	60 687	1,7	0,1	290 647	1,2	0,3	35 057
Dic	P 942 873	-9 282	-4,3	579 445	-6,9	-4,4	82 137	61 051	1,9	0,2	281 291	-0,3	-0,1	34 763
15 Ene	P 940 473	-3 574	-4,2	572 195	-6,9	-4,4	82 882	60 224	2,1	0,2	285 397	0,2	0,0	33 323
Feb	P 940 908	940	-2,9	572 870	-5,7	-3,6	83 442	60 751	8,7	0,7	284 596	0,2	0,1	33 224
Mar	P 945 077	5 046	-2,4	572 699	-4,8	-3,0	84 063	60 273	7,5	0,6	288 315	-0,0	-0,0	32 536
Abr	P 947 731	4 497	-2,0	573 007	-4,1	-2,6	82 524	59 272	4,5	0,4	292 200	0,9	0,3	33 021
May	P 937 589	-8 587	-2,6	565 443	-4,4	-2,8	82 435	58 876	1,4	0,1	289 711	0,2	0,1	32 864
Jun	P 929 853	-2 632	-2,5	563 159	-3,9	-2,4	82 729	58 163	1,2	0,1	283 965	-0,6	-0,2	32 866
Jul	P 934 356	5 315	-1,9	561 715	-3,0	-1,9	83 156	58 480	3,9	0,3	289 485	-1,2	-0,4	32 347
Ago	A 926 425	-7 057	-2,7	555 080	-3,2	-2,0	82 618	58 020	3,0	0,2	288 726	-3,2	-1,0	32 646
Sep	A 923 156	-1 797	-2,5	554 216	-2,7	-1,7	84 082	58 955	1,3	0,1	284 858	-3,2	-1,0	31 816
Oct	A 926 273	4 341	-1,4	557 446	-1,0	-0,6	84 763	59 297	2,6	0,2	284 064	-3,4	-1,0	33 425

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

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

c. Incluye los préstamos transferidos a la SAREB, que es una Sociedad de Gestión de Activos (SGA).

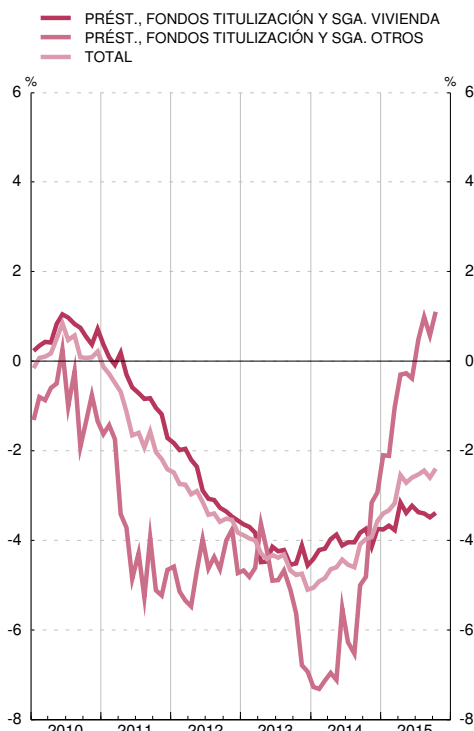
8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

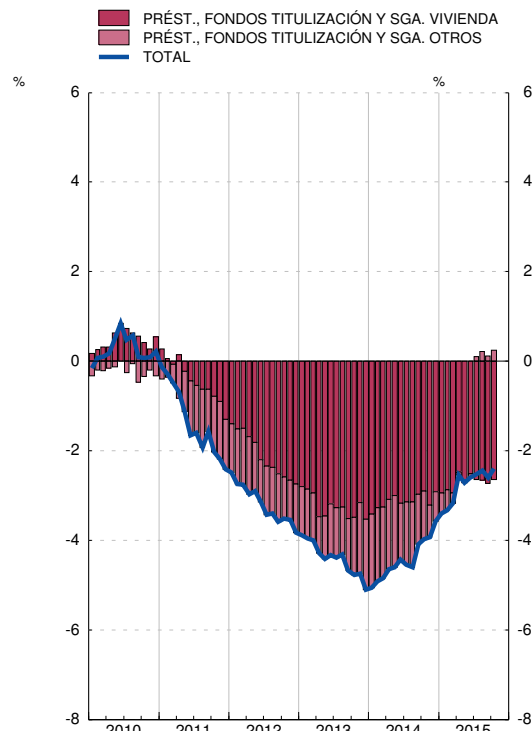
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes, préstamos titulizados fuera del balance y préstamos transferidos a SGA Vivienda (b)			Préstamos de entidades de crédito residentes, préstamos titulizados fuera del balance y préstamos transferidos a SGA Otros (b)			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance y préstamos transferidos a SGA (b)	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Vivienda	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
12	830 879	-33 213	-3,8	641 948	-3,6	-2,7	188 930	-4,7	-1,1	8 813	801
13	782 982	-42 324	-5,1	610 846	-4,6	-3,5	172 136	-6,9	-1,6	6 451	450
14	P 749 070	-27 889	-3,6	585 441	-3,7	-2,9	163 628	-2,9	-0,6	5 647	978
14 Jul	761 772	-8 296	-4,5	595 971	-4,0	-3,1	165 801	-6,3	-1,4	5 534	619
Ago	757 816	-3 487	-4,6	593 635	-4,0	-3,1	164 180	-6,5	-1,5	5 489	559
Sep	756 445	-677	-4,1	591 265	-3,8	-3,0	165 179	-5,0	-1,1	5 434	555
Oct	753 540	-2 147	-4,0	589 337	-3,7	-2,9	164 203	-4,8	-1,1	5 352	575
Nov	P 757 285	4 087	-3,9	587 387	-4,1	-3,2	169 898	-3,1	-0,7	5 301	560
Dic	P 749 070	-7 189	-3,6	585 441	-3,7	-2,9	163 628	-2,9	-0,6	5 647	978
15 Ene	P 745 930	-2 873	-3,4	582 985	-3,8	-2,9	162 945	-2,1	-0,5	5 567	945
Feb	P 742 867	-2 821	-3,3	581 988	-3,7	-2,9	160 879	-2,1	-0,5	6 083	366
Mar	P 740 931	-1 170	-3,2	579 970	-3,8	-2,9	160 961	-1,0	-0,2	6 004	352
Abr	P 741 034	2 411	-2,5	579 229	-3,2	-2,5	161 805	-0,3	-0,1	10 772	964
May	P 737 518	-3 122	-2,7	575 978	-3,4	-2,7	161 540	-0,3	-0,1	10 526	941
Jun	P 742 324	5 315	-2,6	574 452	-3,2	-2,5	167 872	-0,4	-0,1	10 457	917
Jul	P 734 309	-7 589	-2,5	571 901	-3,4	-2,6	162 409	0,5	0,1	9 687	1 556
Ago	A 731 157	-2 722	-2,4	569 513	-3,4	-2,7	161 643	1,0	0,2	9 596	1 566
Sep	A 728 591	-1 822	-2,6	566 610	-3,5	-2,7	161 982	0,6	0,1	8 951	1 533
Oct	A 727 624	-596	-2,4	565 575	-3,4	-2,6	162 049	1,1	0,2	8 860	1 529

FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

b. Incluye los préstamos transferidos a la SAREB, que es una Sociedad de Gestión de Activos (SGA).

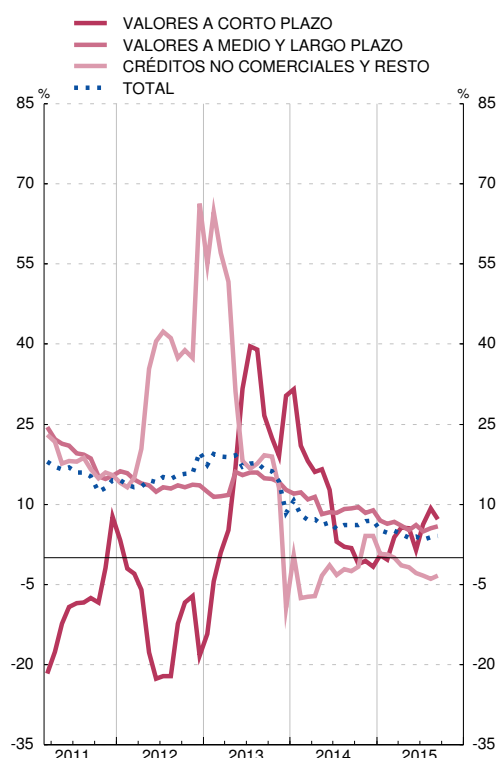
8.8. FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

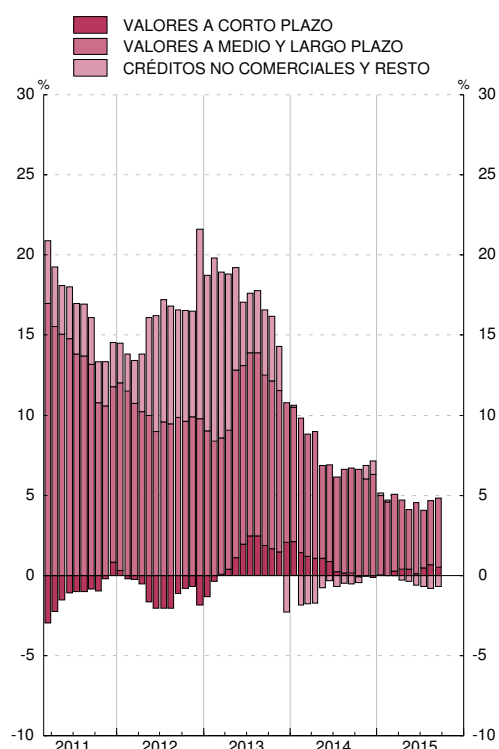
Millones de euros y porcentajes

	Financiación bruta			Valores a corto plazo				Valores a medio y largo plazo				Créditos no comerciales y resto (b)			
	Deuda PDE (a)	Variación mensual de la deuda PDE	T1/12 de col. 1	SalDOS	Variación mensual	T1/12 de los salDOS	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	SalDOS	Variación mensual	T1/12 de los salDOS	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	SalDOS	Variación mensual	T1/12 de los salDOS	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE
	1=4+8+12	2=5+9+13	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
10	649 259	80 559	14,2	68 929	-17 466	-20,2	-3,1	465 297	79 014	20,5	13,9	115 033	19 010	19,8	3,3
11	743 530	94 271	14,5	74 185	5 257	7,6	0,8	536 514	71 217	15,3	11,0	132 831	17 798	15,5	2,7
12	890 726	147 196	19,8	60 576	-13 609	-18,3	-1,8	609 311	72 797	13,6	9,8	220 838	88 008	66,3	11,8
13	966 041	75 315	8,5	78 977	18 400	30,4	2,1	686 769	77 458	12,7	8,7	200 295	-20 544	-9,3	-2,3
14															
<i>Abr</i>	P 988 561	-7 142	7,2	70 736	-1 738	16,1	1,1	711 557	-4 930	11,4	7,9	206 267	-474	-7,2	-1,7
<i>May</i>	P 1 002 599	14 038	6,1	71 667	931	16,5	1,1	725 035	13 478	8,1	5,8	205 897	-371	-3,3	-0,8
<i>Jun</i>	P 1 012 466	9 867	6,6	74 652	2 985	12,7	0,9	730 181	5 146	8,5	6,0	207 633	1 736	-1,5	-0,3
<i>Jul</i>	P 1 005 829	-6 636	5,4	73 032	-1 620	3,0	0,2	728 613	-1 568	8,4	5,9	204 184	-3 448	-3,2	-0,7
<i>Ago</i>	P 1 009 859	4 030	6,2	72 271	-761	2,1	0,2	733 324	4 711	9,2	6,5	204 264	80	-2,2	-0,5
<i>Sep</i>	P 1 020 139	10 280	6,2	74 078	1 806	1,8	0,1	741 029	7 705	9,3	6,6	205 033	769	-2,5	-0,5
<i>Oct</i>	P 1 016 747	-3 392	6,2	74 759	681	-1,1	-0,1	736 195	-4 834	9,4	6,6	205 793	761	-1,6	-0,4
<i>Nov</i>	P 1 022 809	6 062	6,8	77 028	2 269	-0,6	-0,1	740 319	4 124	8,4	6,0	205 462	-331	4,1	0,8
<i>Dic</i>	P 1 033 737	10 928	7,0	77 611	583	-1,7	-0,1	747 540	7 221	8,8	6,3	208 586	3 124	4,1	0,9
15															
<i>Ene</i>	P 1 035 484	1 746	5,1	78 991	1 380	0,5	0,0	746 165	-1 375	7,0	4,9	210 328	1 742	0,7	0,2
<i>Feb</i>	P 1 040 274	4 790	4,7	76 299	-2 691	-0,3	-0,0	755 965	9 800	6,4	4,6	208 010	-2 318	0,6	0,1
<i>Mar</i>	P 1 046 134	5 860	5,1	75 220	-1 079	3,8	0,3	764 216	8 251	6,7	4,8	206 697	-1 313	-0,0	-0,0
<i>Abr</i>	P 1 032 178	-13 955	4,4	74 749	-471	5,7	0,4	754 033	-10 183	6,0	4,3	203 396	-3 301	-1,4	-0,3
<i>May</i>	P 1 040 038	7 860	3,7	75 599	850	5,5	0,4	762 177	8 144	5,1	3,7	202 262	-1 135	-1,8	-0,4
<i>Jun</i>	P 1 052 464	12 425	4,0	75 764	165	1,5	0,1	775 110	12 932	6,2	4,4	201 590	-672	-2,9	-0,6
<i>Jul</i>	A 1 039 754	-12 710	3,4	77 605	1 841	6,3	0,5	764 811	-10 299	5,0	3,6	197 338	-4 252	-3,4	-0,7
<i>Ago</i>	A 1 049 022	9 268	3,9	78 909	1 304	9,2	0,7	773 842	9 031	5,5	4,0	196 271	-1 067	-3,9	-0,8
<i>Sep</i>	A 1 062 315	13 293	4,1	79 374	465	7,1	0,5	784 840	10 998	5,9	4,3	198 101	1 830	-3,4	-0,7

FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

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

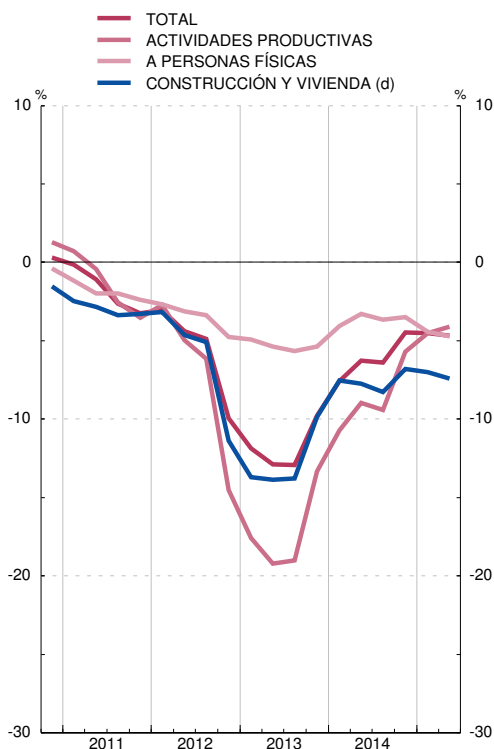
8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y EFC A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

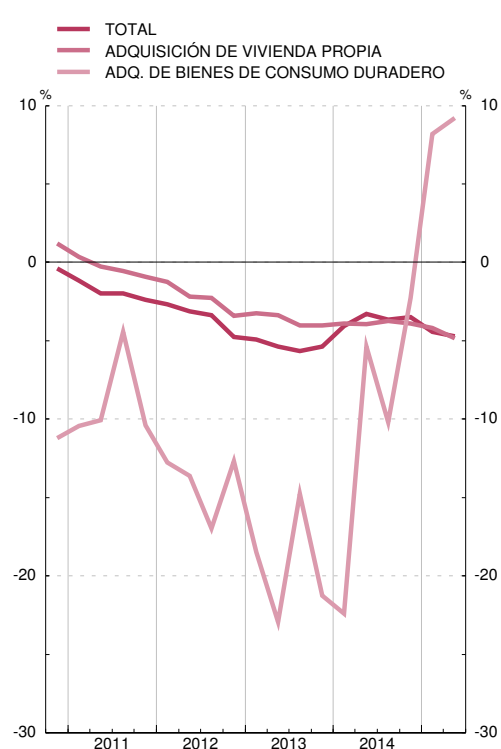
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas						Otras financ.a personas físicas por func. de gasto					Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro	Sin clasificar	Pro memoria: construcción y vivienda (d)
		Total	Agricultura, ganadería y pesca	Industria (excepto construcción)	Construcción	Servicios		Total	Adquisición y rehabilit. de vivienda propia	Bienes de consumo duradero	Resto (b)				
						Total	Servicios inmobiliarios								
												Total				Adquisición de vivienda
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
10	1 843 952	1 012 916	23 128	152 376	114 519	722 893	315 782	812 781	662 798	632 449	42 068	107 916	6 096	12 159	1 093 099
11	1 782 555	970 773	21 782	143 246	98 546	707 198	298 323	793 430	656 452	626 550	37 686	99 292	7 000	11 352	1 053 321
12	1 604 961	829 788	20 217	131 109	76 217	602 246	224 015	755 689	633 138	605 057	32 904	89 647	6 976	12 507	933 370
13	1 448 244	719 180	18 448	115 465	60 154	525 113	176 822	714 984	604 395	580 784	25 910	84 679	6 299	7 781	841 371
12 /	1 768 488	968 348	21 416	139 850	96 193	710 889	295 696	782 441	649 716	620 182	35 835	96 890	6 643	11 055	1 041 606
II	1 744 215	944 709	21 085	138 007	91 869	693 749	286 942	779 915	644 201	614 707	34 726	100 988	7 013	12 578	1 023 012
III	1 701 789	916 389	20 852	135 138	87 794	672 604	280 245	767 855	639 522	610 943	31 953	96 381	6 910	10 635	1 007 561
IV	1 604 961	829 788	20 217	131 109	76 217	602 246	224 015	755 689	633 138	605 057	32 904	89 647	6 976	12 507	933 370
13 /	1 558 660	798 151	19 138	127 110	69 013	582 891	204 281	743 849	625 439	599 955	29 212	89 199	6 759	9 901	898 732
II	1 519 123	763 059	18 974	122 351	64 195	557 539	198 432	738 107	618 663	593 929	26 762	92 683	6 754	11 203	881 290
III	1 481 543	742 033	18 731	118 251	62 934	542 117	195 083	724 319	610 497	586 299	27 239	86 583	6 882	8 309	868 514
IV	1 448 244	719 180	18 448	115 465	60 154	525 113	176 822	714 984	604 395	580 784	25 910	84 679	6 299	7 781	841 371
14 /	1 440 349	712 509	17 756	113 148	58 386	523 218	170 839	713 733	599 144	576 464	22 671	91 918	6 221	7 887	828 369
II	1 423 178	693 553	17 571	110 307	55 436	510 239	161 218	713 717	595 437	573 393	25 321	92 959	6 376	9 532	812 091
III	1 386 860	671 336	17 793	108 673	53 403	491 467	156 197	697 741	586 086	564 252	24 459	87 196	6 972	10 811	795 686
IV	1 380 218	674 082	17 693	112 268	49 770	494 351	150 317	689 962	579 793	557 973	29 022	81 148	5 962	10 211	779 879
15 /	1 375 083	675 779	17 611	109 418	48 063	500 688	146 613	681 978	573 966	552 110	28 225	79 786	6 199	11 127	768 642
II	1 357 556	661 450	17 761	110 005	46 090	487 594	138 329	679 908	563 883	542 422	31 351	84 674	5 745	10 454	748 302

CRÉDITO POR FINALIDADES
Tasas de variación interanual (c)



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



FUENTE: BE.

a. Véanse los cuadros 4.13, 4.18 y 4.23 del Boletín Estadístico y sus notas que difunden en www.bde.es y nota de novedades de Boletín Estadístico de junio 2014.

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

c. Los activos titulizados que han vuelto al balance como consecuencia de la entrada en vigor de la CBE 4/2004, han introducido una ruptura en las series en junio de 2005.

Las tasas representadas en el gráfico se han ajustado para eliminar este efecto.

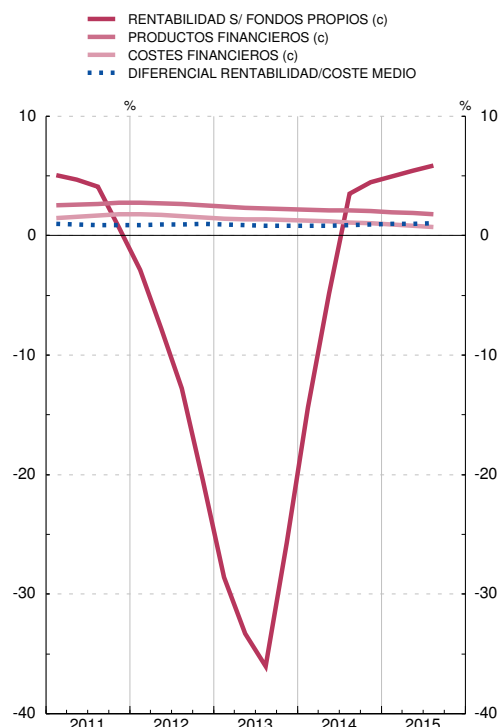
d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

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

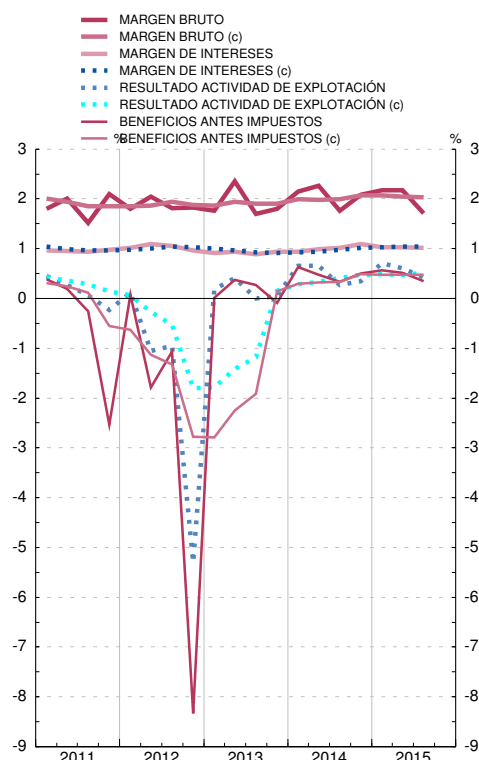
■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado											En porcentaje				
	Productos financieros 1	Costes 2	Margen de intereses 3	Rendimiento instru. cap. y otros pto. y gastos 4	Margen bruto 5	Gastos de explotación 6	Del cual		Otros resultados de explotación 8	Resultado de la actividad de explotación 9	Resto de productos y costes 10	Benefic. antes de impuest. (cont. hasta 1991) 11	Rentabilidad media de Fondos propios (a) 12	Rentabilidad media de operac. activas (b) 13	Coste medio de operaciones pasivas (b) 14	Diferencia (13-14) 15
12	2,4	1,4	1,0	0,9	1,8	0,9	0,5	6,3	-5,3	3,3	-8,3	-39,2	2,8	1,8	1,0	
13	2,2	1,2	0,9	0,9	1,8	1,0	0,5	0,8	0,1	0,4	-0,1	2,0	2,4	1,6	0,8	
14	2,0	0,9	1,1	1,0	2,1	1,0	0,5	0,7	0,3	-0,1	0,5	5,9	2,2	1,2	0,9	
12 IV	2,4	1,4	1,0	0,9	1,8	0,9	0,5	6,3	-5,3	3,3	-8,3	-39,2	2,8	1,8	1,0	
13 /	2,3	1,4	0,9	0,8	1,8	0,9	0,5	0,7	0,2	0,1	0,0	-41,3	2,6	1,7	0,9	
II	2,3	1,3	0,9	1,4	2,4	0,9	0,5	1,0	0,4	0,2	0,4	-34,3	2,5	1,7	0,9	
III	2,2	1,3	0,9	0,8	1,7	0,9	0,5	0,8	-0,0	0,4	0,3	-29,3	2,4	1,6	0,8	
IV	2,2	1,2	0,9	0,9	1,8	1,0	0,5	0,8	0,1	0,4	-0,1	2,0	2,4	1,6	0,8	
14 /	2,1	1,1	0,9	1,2	2,2	1,0	0,5	0,5	0,7	0,2	0,6	3,9	2,3	1,5	0,8	
II	2,1	1,1	1,0	1,3	2,3	1,0	0,5	0,7	0,7	0,1	0,5	4,0	2,2	1,4	0,8	
III	2,0	1,0	1,0	0,7	1,8	1,0	0,5	0,5	0,3	0,2	0,3	4,1	2,2	1,3	0,9	
IV	2,0	0,9	1,1	1,0	2,1	1,0	0,5	0,7	0,3	-0,1	0,5	5,9	2,2	1,2	0,9	
15 /	1,8	0,8	1,0	1,2	2,2	1,0	0,5	0,5	0,7	0,2	0,6	5,7	2,1	1,1	1,0	
II	1,7	0,7	1,0	1,1	2,2	1,0	0,5	0,6	0,6	0,2	0,5	5,9	2,0	1,0	1,0	
III	1,6	0,6	1,0	0,7	1,7	1,0	0,5	0,3	0,4	0,2	0,3	5,9	1,9	0,9	1,0	

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.

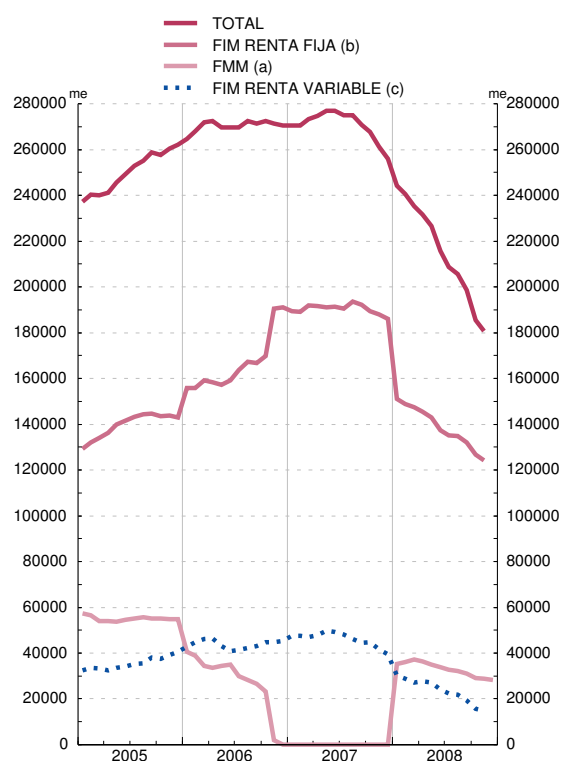
8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

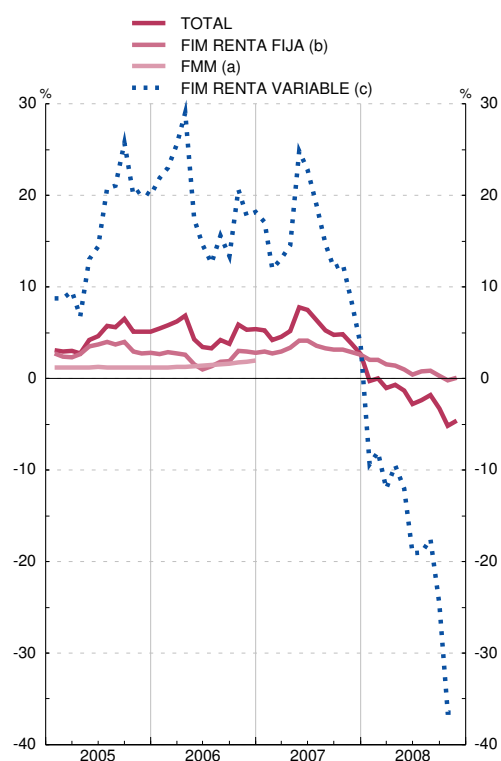
Millones de euros y porcentajes

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

PATRIMONIO



RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

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

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

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

d. Fondos globales.

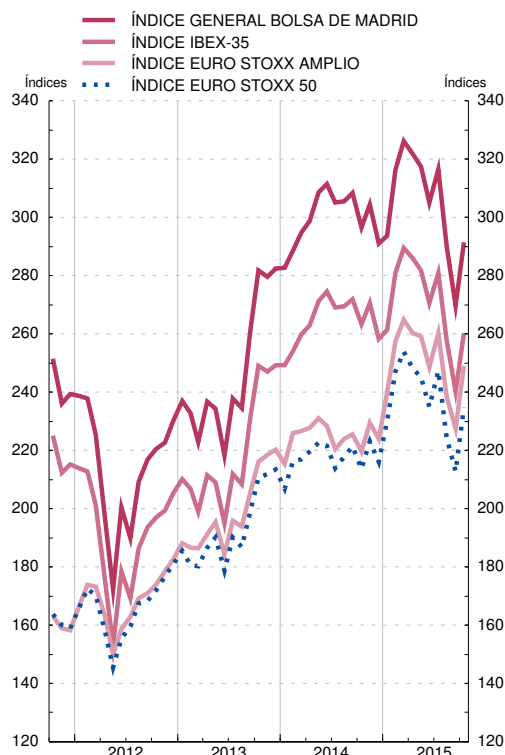
8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

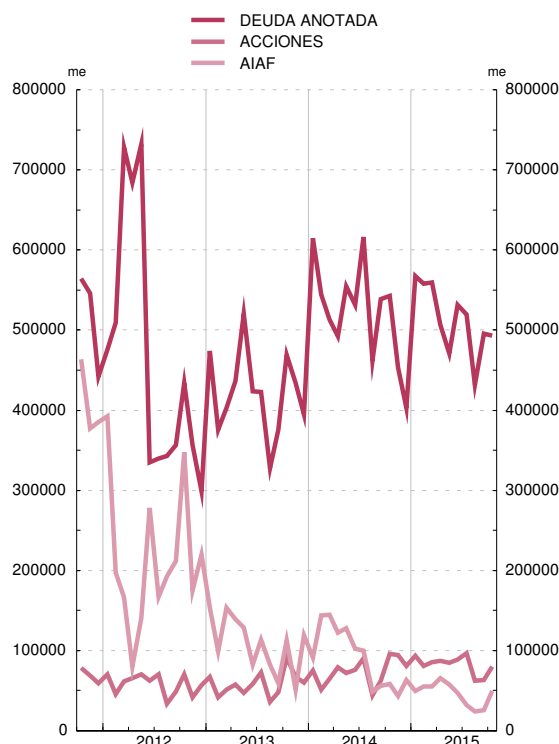
Índices, millones de euros y miles de contratos

	Índices de cotización de acciones				Contratación de mercados (importes en millones de euros)							
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
13	883,52	8 718,64	283,43	2 809,28	698 744	46 094	5 057 285	1 293 402	-	27 462	-	5 778
14	1 073,64	10 529,84	320,84	3 167,93	884 349	38 114	6 267 303	1 099 992	-	26 367	-	7 236
15	A 1 091,89	10 781,71	357,58	3 464,28	822 883	21 736	5 134 557	462 535	-	17 140	-	6 487
14 Jul	1 092,82	10 707,20	314,68	3 115,51	90 178	4 509	616 036	100 025	...	2 375	...	585
Ago	1 094,63	10 728,80	319,65	3 172,63	44 238	2 459	462 166	48 558	...	1 205	...	542
Sep	1 104,62	10 825,50	321,96	3 225,93	62 114	2 656	538 956	55 548	...	2 109	...	583
Oct	1 062,15	10 477,80	313,30	3 113,32	95 633	3 425	543 022	58 337	...	2 550	...	875
Nov	1 090,60	10 770,70	327,56	3 250,93	94 176	2 743	452 975	42 990	...	2 165	...	622
Dic	1 042,46	10 279,50	319,67	3 146,43	80 799	3 764	403 149	62 765	...	2 960	...	630
15 Ene	1 051,80	10 403,30	342,26	3 351,44	93 850	2 489	567 722	49 790	...	1 626	...	771
Feb	1 132,91	11 178,30	367,25	3 599,00	80 983	2 735	557 632	55 109	...	1 503	...	567
Mar	1 168,87	11 521,10	377,92	3 697,38	85 725	4 104	559 826	54 835	...	2 095	...	613
Abr	1 153,14	11 385,00	371,62	3 615,59	86 952	3 017	506 882	65 597	...	1 469	...	641
May	1 137,01	11 217,60	370,04	3 570,78	84 407	2 551	470 587	57 784	...	1 474	...	585
Jun	1 093,34	10 769,50	354,87	3 424,30	89 040	3 412	531 789	47 322	...	2 225	...	766
Jul	1 134,32	11 180,70	371,32	3 600,69	97 094	1 033	519 310	32 229	...	1 531	...	652
Ago	1 039,45	10 259,00	340,34	3 269,63	62 107	470	431 974	24 294	...	1 274	...	614
Sep	966,09	9 559,90	324,85	3 100,67	62 930	1 494	495 836	25 799	...	2 308	...	684
Oct	P 1 043,91	10 360,70	355,56	3 418,23	79 795	432	493 001	49 776	...	1 633	...	596

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)

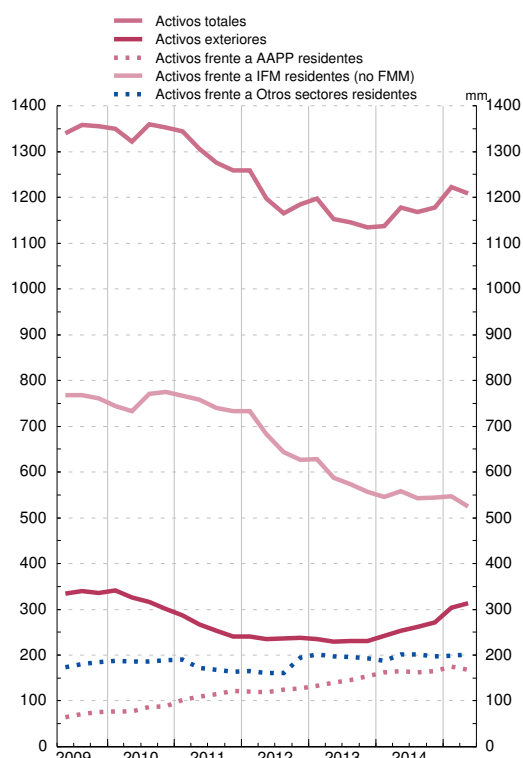
8.13. OTRAS ENTIDADES FINANCIERAS (a): BALANCE FINANCIERO CONSOLIDADO (b)

■ Serie representada gráficamente.

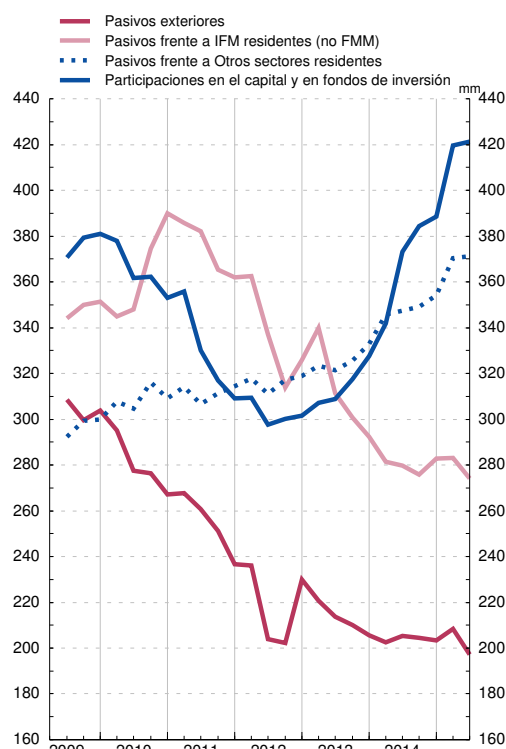
Miles de millones de Euros

	Activos financieros netos 1=2+5+8+11-14-15	Activos financieros exteriores netos			Activos financieros netos frente a las Administraciones públicas residentes			Activos financieros netos frente a Instituciones financieras monetarias residentes (c)			Activos financieros netos frente a Otros sectores residentes (d)			Participaciones en el capital y en Fondos de inversión	Otros pasivos (neto)	Pro memoria: Activos financieros totales 16=3+6+9+12
		Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo			
		2=3-4	3	4	5=6-7	6	7	8=9-10	9	10	11=12-13	12	13	14	15	
07	8	33	391	359	56	56	-	501	663	162	-97	191	289	504	-20	1 301
08	27	1	326	325	59	60	2	440	739	298	-121	164	285	366	-14	1 289
09	33	32	336	304	72	75	3	409	760	351	-115	185	300	381	-16	1 356
10	53	34	301	267	85	88	3	385	775	390	-120	189	309	353	-22	1 353
11 III	42	2	253	251	112	115	3	374	739	365	-143	168	311	317	-14	1 276
IV	47	4	241	237	120	122	1	370	732	362	-151	164	314	309	-12	1 258
12 I	52	5	241	236	120	120	-	370	732	363	-152	166	318	309	-19	1 259
II	65	32	235	204	119	119	-	345	682	337	-151	160	311	298	-18	1 197
III	45	34	236	202	124	124	-	329	643	314	-156	161	317	300	-14	1 164
IV	24	8	237	230	126	127	1	300	626	326	-125	194	319	302	-17	1 185
13 I	23	14	235	221	131	133	2	288	628	340	-122	201	323	307	-19	1 197
II	14	16	230	214	138	139	2	276	587	311	-125	197	321	309	-19	1 153
III	8	21	231	210	143	145	2	273	573	301	-130	196	326	317	-19	1 145
IV	-6	26	231	206	152	154	2	264	556	292	-140	193	333	328	-20	1 135
14 I	-15	39	242	202	161	162	2	264	546	282	-158	188	346	342	-21	1 138
II	-11	47	253	205	163	165	2	278	558	280	-146	202	347	373	-20	1 177
III	-28	57	261	204	161	162	2	266	542	276	-147	202	349	384	-20	1 168
IV	-30	68	271	203	163	165	2	261	544	283	-156	198	354	389	-23	1 177
15 I	-35	96	304	208	173	175	2	263	546	283	-172	198	370	420	-25	1 223
II	-32	117	314	197	166	168	2	250	525	274	-170	202	371	421	-26	1 208

ACTIVOS FINANCIEROS



PASIVOS



FUENTE: Cuentas financieras de la economía española

(a) Constituido por Fondos de inversión (Instituciones de inversión colectiva incluidos los Fondos monetarios), Instituciones financieras de ámbito limitado y prestamistas de dinero, Empresas de seguros y Fondos de pensiones, Otros intermediarios financieros y Auxiliares financieros

(b) La consolidación se refiere a la compensación de las posiciones activas y pasivas (intra-sectoriales) entre las entidades que conforman un sector económico o agrupación de sectores económicos, en este caso, las incluidas en la agrupación institucional Otras entidades financieras

(c) Excepto Fondos del mercado monetario que en este indicador están incluidos entre las entidades que constituyen la agrupación institucional Otras entidades financieras

(d) Empresas no financieras, Hogares e Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares

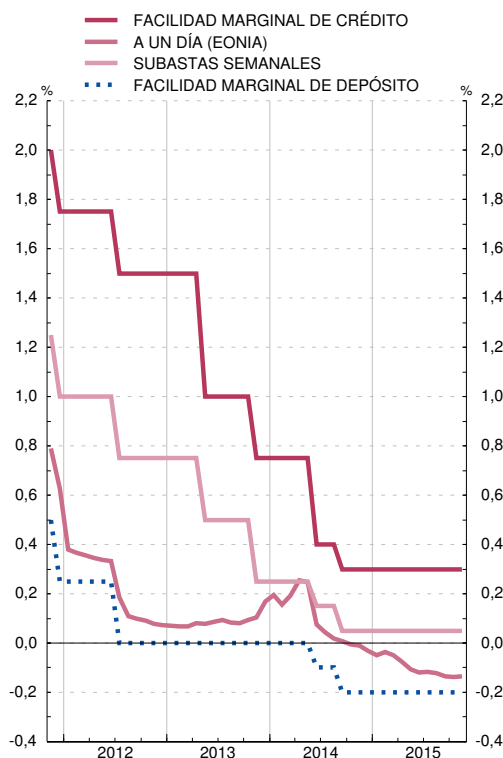
9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

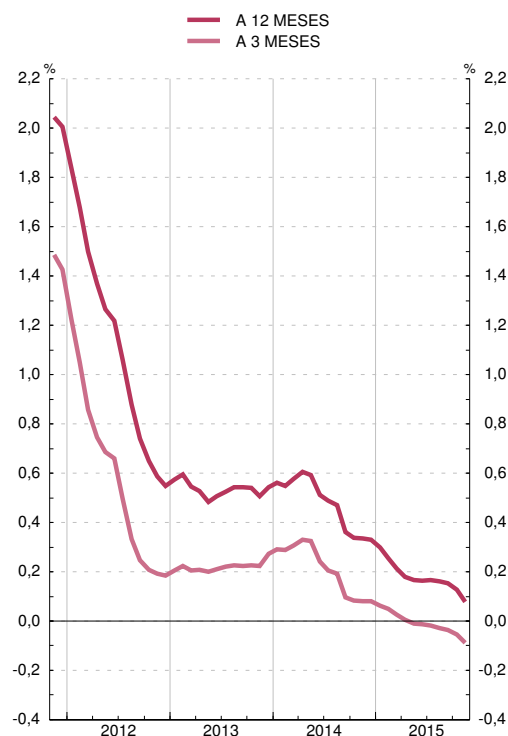
Medias de datos diarios. Porcentajes

	Eurosistema: operaciones de regulación monetaria				Mercado interbancario														
	Operaciones principales de financiación: subastas semanales	Operaciones de financiación a largo plazo: subastas mensuales	Facilidades permanentes		Zona del euro: depósitos (euríbor) (a)					España									
			De crédito	De depósito	Día a día (EONIA)	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Depósitos no transferibles					Operaciones temporales con deuda pública				
										Día a día	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Día a día	A un mes	A tres meses	A un año	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
13	■	0,25	0,25	0,75	0,00	0,089	0,13	0,22	0,34	0,54	0,15	0,41	1,07	0,33	0,53	0,08	0,34	0,45	-
14		0,05	0,05	0,30	-0,20	0,095	0,13	0,21	0,31	0,48	0,11	0,18	0,45	-	0,55	0,09	0,14	0,24	-
15	A	0,05	0,05	0,30	-0,20	-0,099	-0,06	-0,01	0,06	0,18	-0,07	0,02	0,12	0,20	-	-0,14	-0,07	-0,01	0,06
14 Ago		0,15	0,15	0,40	-0,10	0,018	0,09	0,19	0,29	0,47	0,07	0,13	0,42	-	-	-0,02	0,06	0,19	-
Sep		0,05	0,05	0,30	-0,20	0,007	0,02	0,10	0,20	0,36	0,05	0,08	-	-	-	-0,01	0,01	0,08	-
Oct		0,05	0,05	0,30	-0,20	-0,004	0,01	0,08	0,18	0,34	0,03	0,03	-	-	-	-0,01	0,03	0,06	-
Nov		0,05	0,05	0,30	-0,20	-0,012	0,01	0,08	0,18	0,34	0,02	0,06	0,37	-	-	-0,01	0,06	0,12	-
Dic		0,05	0,05	0,30	-0,20	-0,030	0,02	0,08	0,18	0,33	0,01	0,04	0,22	-	-	-0,03	0,14	0,30	-
15 Ene		0,05	0,05	0,30	-0,20	-0,051	0,01	0,06	0,15	0,30	-0,04	0,04	-	-	-	-0,07	0,01	0,08	0,17
Feb		0,05	0,05	0,30	-0,20	-0,036	0,00	0,05	0,13	0,26	-0,00	0,07	0,20	-	-	-0,02	0,04	0,04	-
Mar		0,05	0,05	0,30	-0,20	-0,050	-0,01	0,03	0,10	0,21	-0,03	0,05	-	-	-	-0,06	0,00	0,06	-
Abr		0,05	0,05	0,30	-0,20	-0,074	-0,03	0,00	0,07	0,18	-0,07	0,03	-	-	-	-0,14	-0,03	-0,03	-
May		0,05	0,05	0,30	-0,20	-0,106	-0,05	-0,01	0,06	0,17	-0,07	0,05	0,15	-	-	-0,15	-0,07	-0,06	-
Jun		0,05	0,05	0,30	-0,20	-0,119	-0,06	-0,01	0,05	0,16	-0,06	0,08	-	-	-	-0,15	-0,02	-0,03	0,02
Jul		0,05	0,05	0,30	-0,20	-0,118	-0,07	-0,02	0,05	0,17	-0,09	-0,00	-	-	-	-0,17	-0,08	-0,02	-
Ago		0,05	0,05	0,30	-0,20	-0,121	-0,09	-0,03	0,04	0,16	-0,12	0,00	-	-	-	-0,20	-0,14	-0,10	-
Sep		0,05	-	0,30	-0,20	-0,136	-0,11	-0,04	0,04	0,15	-0,11	0,11	-	-	-	-0,18	-0,13	-0,07	-
Oct		0,05	0,05	0,30	-0,20	-0,139	-0,12	-0,05	0,02	0,13	-0,12	-0,06	-	0,20	-	-0,20	-0,14	0,07	-0,02
Nov		0,05	-	0,30	-0,20	-0,135	-0,14	-0,09	-0,02	0,08	-0,09	-0,10	0,01	-	-	-0,20	-0,19	-	-

EUROSISTEMA: OPERACIONES DE REGULACIÓN MONETARIA E INTERBANCARIO DÍA A DÍA DE LA ZONA DEL EURO



MERCADO INTERBANCARIO: ZONA DEL EURO A TRES MESES Y A UN AÑO



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

a. Hasta diciembre de 1998, se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB.

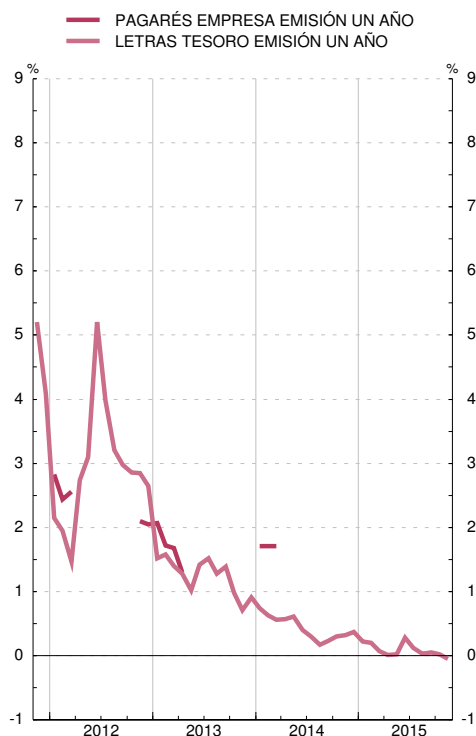
9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

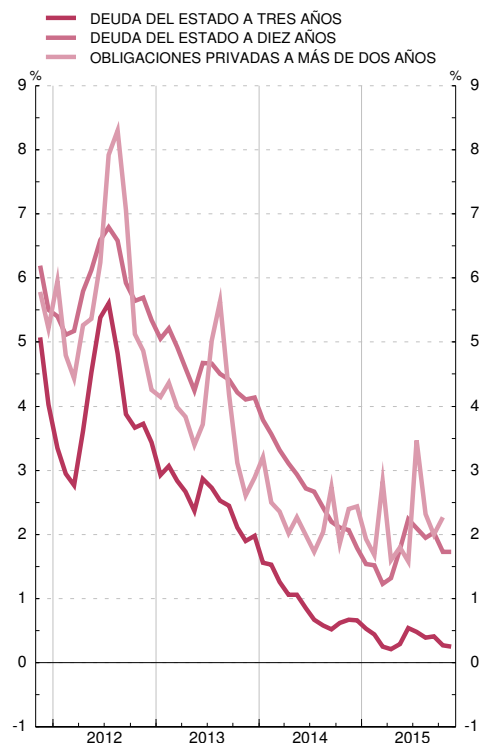
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo								Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años
	Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado								
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal					Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta			
					A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años	A diez años		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
13		1,25	1,17	1,47	3,10	2,48	3,43	4,76	5,18	5,46	2,53	4,56	3,91
14		0,43	0,41	1,71	0,97	1,01	1,52	2,73	3,62	3,77	0,92	2,72	2,30
15	A	0,09	0,06	-	0,50	0,35	0,80	1,78	2,17	2,77	0,37	1,74	2,16
14 Ago		0,17	0,16	-	0,63	-	1,44	2,70	-	-	0,58	2,42	2,04
Sep		0,23	0,18	-	0,70	0,58	-	2,29	-	3,61	0,52	2,20	2,74
Oct		0,30	0,30	-	0,47	-	0,29	2,23	2,91	-	0,61	2,11	1,86
Nov		0,32	0,31	-	0,72	0,68	1,08	2,15	-	3,47	0,67	2,07	2,40
Dic		0,37	0,35	-	0,66	0,60	0,90	1,75	-	-	0,66	1,79	2,44
15 Ene		0,22	0,19	-	0,77	0,58	0,87	1,66	2,28	2,71	0,53	1,54	1,93
Feb		0,20	0,15	-	0,82	0,41	0,19	1,63	1,94	2,51	0,44	1,51	1,68
Mar		0,07	0,06	-	0,60	0,20	0,40	1,05	1,98	-	0,25	1,23	2,83
Abr		0,01	0,02	-	0,53	0,16	0,55	1,29	1,66	2,08	0,21	1,31	1,60
May		0,02	0,01	-	0,39	0,27	0,66	1,89	2,33	-	0,29	1,77	1,80
Jun		0,27	0,15	-	0,47	0,67	1,31	2,38	-	-	0,54	2,23	1,58
Jul		0,12	0,07	-	0,34	0,41	1,31	2,11	2,64	3,19	0,48	2,10	3,47
Ago		0,03	0,04	-	0,32	0,35	0,94	1,94	-	-	0,39	1,95	2,32
Sep		0,05	0,05	-	0,40	0,41	1,03	2,16	-	3,23	0,41	2,03	2,00
Oct		0,02	-0,00	-	0,39	0,27	0,88	1,78	2,31	-	0,27	1,73	2,27
Nov		-0,05	-0,06	-	...	0,13	0,58	1,75	-	2,90	0,25	1,73	...

MERCADO PRIMARIO



MERCADO SECUNDARIO



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

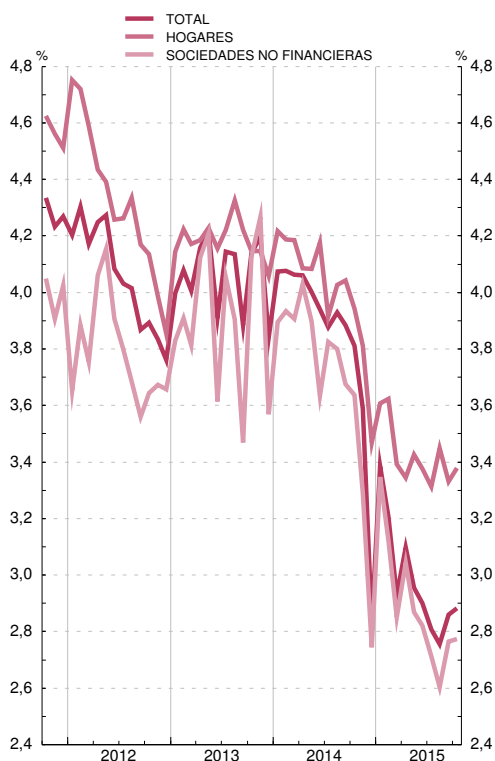
9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO Y EFC. (CBE 4/2002) NEDD/SDDS (a)

■ Serie representada gráficamente.

Porcentajes

	Préstamos y créditos (TAE) (b)							Depósitos (TEDR) (b)									
	Tipo sinté- tico (d)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sinté- tico (d)	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras				
		Tipo sinté- tico	Vi- vienda	Consumo y otros fines (e)	Tipo sinté- tico	Hasta 1 millón de euros	Más 1 millón de euros (c)		Tipo sinté- tico	A la vista y prea- viso	Depósi- tos a plazo	Cesio- nes tempo- rales	Tipo sinté- tico	A la vista	Depó- sitos a plazo	Cesio- nes tempo- rales	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
13		3,84	4,06	3,16	7,22	3,57	5,18	2,91	0,90	0,93	0,22	1,50	0,49	0,77	0,35	1,30	0,75
14		2,83	3,47	2,64	6,42	2,74	4,13	2,11	0,41	0,42	0,17	0,66	0,42	0,39	0,31	0,51	0,46
15	A	2,88	3,38	2,49	6,44	2,77	3,68	1,84	0,26	0,26	0,14	0,42	0,41	0,22	0,19	0,31	0,19
14 Mar		4,06	4,19	3,31	7,28	3,91	5,43	2,95	0,75	0,78	0,20	1,23	1,11	0,67	0,45	0,97	0,44
Abr		4,06	4,08	3,19	7,36	4,03	5,32	3,07	0,71	0,72	0,20	1,13	0,56	0,65	0,43	0,96	0,19
May		4,00	4,08	3,17	7,33	3,90	5,13	2,88	0,67	0,68	0,20	1,07	0,35	0,63	0,44	0,93	0,22
Jun		3,94	4,18	3,31	7,14	3,63	4,91	3,00	0,61	0,62	0,19	0,98	0,21	0,58	0,43	0,82	0,10
Jul		3,88	3,92	3,05	7,10	3,83	4,93	2,90	0,58	0,58	0,20	0,92	0,58	0,57	0,39	0,86	0,16
Ago		3,93	4,03	3,07	7,45	3,80	4,80	3,00	0,54	0,55	0,19	0,86	0,37	0,52	0,40	0,73	0,09
Sep		3,88	4,04	3,10	7,37	3,67	4,54	2,91	0,50	0,51	0,17	0,81	0,60	0,47	0,38	0,62	0,12
Oct		3,81	3,94	3,02	7,21	3,64	4,53	2,74	0,47	0,47	0,17	0,74	0,51	0,46	0,35	0,63	0,15
Nov		3,59	3,81	2,88	7,01	3,29	4,32	2,43	0,42	0,43	0,17	0,66	0,48	0,40	0,35	0,50	0,30
Dic		2,83	3,47	2,64	6,42	2,74	4,13	2,11	0,41	0,42	0,17	0,66	0,42	0,39	0,31	0,51	0,46
15 Ene		3,39	3,61	2,65	6,99	3,35	4,51	2,39	0,40	0,40	0,16	0,63	0,41	0,38	0,33	0,49	0,17
Feb		3,21	3,62	2,67	7,03	3,12	4,20	2,25	0,35	0,36	0,16	0,56	0,33	0,30	0,27	0,38	0,11
Mar		2,93	3,39	2,52	6,49	2,85	3,90	2,24	0,33	0,33	0,16	0,51	0,34	0,30	0,26	0,41	0,10
Abr		3,10	3,34	2,47	6,41	3,04	3,96	2,37	0,30	0,31	0,15	0,47	0,31	0,27	0,22	0,39	0,17
May		2,96	3,43	2,55	6,50	2,87	3,74	2,24	0,29	0,30	0,16	0,45	0,35	0,28	0,24	0,37	0,19
Jun		2,90	3,38	2,50	6,34	2,82	3,53	2,44	0,28	0,28	0,15	0,42	0,37	0,29	0,25	0,38	0,25
Jul		2,81	3,31	2,43	6,39	2,71	3,71	2,09	0,27	0,27	0,16	0,42	0,41	0,25	0,21	0,36	0,17
Ago		2,76	3,45	2,50	6,76	2,60	3,70	1,78	0,25	0,26	0,14	0,40	0,45	0,24	0,20	0,33	0,06
Sep		2,86	3,33	2,42	6,50	2,77	3,57	2,12	0,25	0,26	0,13	0,41	0,44	0,22	0,18	0,33	0,18
Oct	P	2,88	3,38	2,49	6,44	2,77	3,68	1,84	0,26	0,26	0,14	0,42	0,41	0,22	0,19	0,31	0,19

PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS
TIPOS SINTÉTICOS



DEPÓSITOS
TIPOS SINTÉTICOS



FUENTE: BE.

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

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

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

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

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

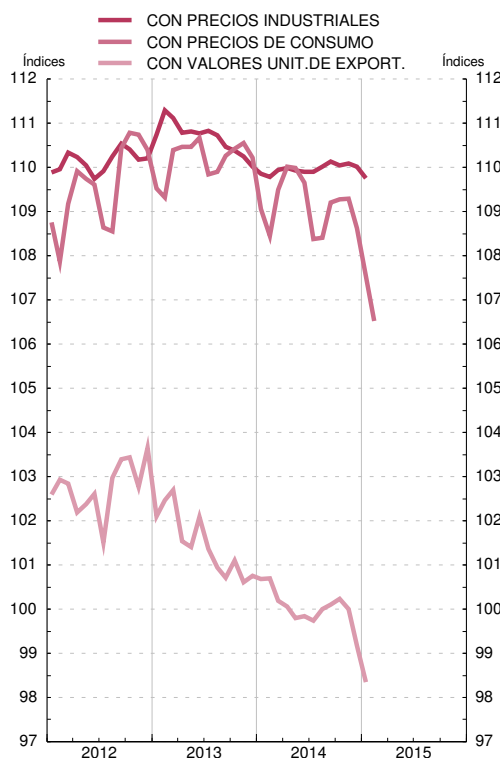
9.4. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LA UE 28 Y A LA ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea (UE 28)									Frente a la zona del euro (a)				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales (d)	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d)	Con valores unitarios de las exportaciones
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales (d)	Con valores unitarios de las exportaciones(e)		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales (d)	Con valores unitarios de las exportaciones(e)					
	1	2	3	4		6	7	8	9					
12	110,1	109,6	104,6	102,8	101,4	108,6	108,0	103,2	101,7	110,5	110,3	106,2	120,2	104,8
13	110,7	110,2	103,6	101,5	101,9	108,6	108,1	101,7	100,0	110,7	110,5	104,6	116,6	103,4
14	110,1	109,2	101,6	100,0	101,7	108,2	107,3	99,9	98,8	110,4	109,8	102,5	114,8	101,8
13 IV	110,2	110,4	103,1	100,8	101,9	108,2	108,3	101,2	99,3	110,3	110,7	103,9	115,8	102,7
14 I	110,0	109,0	101,7	100,5	101,9	108,0	107,0	99,8	99,1	110,2	109,5	102,5	114,6	102,3
II	110,0	109,9	102,0	99,8	101,7	108,1	108,0	100,2	98,5	110,2	110,4	102,8	115,3	101,6
III	110,1	108,7	101,4	100,0	101,6	108,3	106,9	99,8	98,8	110,5	109,4	102,3	114,9	101,7
IV	110,2	109,1	101,3	99,8	101,6	108,5	107,4	99,7	98,7	110,7	109,8	102,3	114,3	101,5
15 I	110,0	107,2	101,1	98,8	101,1	108,8	106,0	100,0	98,1	110,9	108,4	102,7	113,4	101,1
II	110,2	108,1	100,3	98,4	100,8	109,4	107,3	99,6	98,0	111,5	109,7	102,3	113,9	101,0
III	110,1	107,0	99,8	...	100,8	109,3	106,1	99,1	...	111,4	108,5	101,8	112,8	...
15 Feb	110,1	106,5	...	98,8	101,1	108,9	105,4	...	98,1	111,1	107,8	...	...	101,1
Mar	109,9	107,4	101,1	98,5	100,8	109,1	106,6	100,0	98,2	111,2	108,9	102,7	113,4	101,2
Abr	110,1	107,8	...	98,3	100,7	109,3	107,1	...	98,0	111,4	109,4	...	...	101,0
May	110,3	108,1	...	98,4	100,8	109,5	107,3	...	98,1	111,6	109,7	...	...	101,1
Jun	110,4	108,4	100,3	98,4	100,8	109,5	107,6	99,6	98,0	111,6	109,9	102,3	113,9	101,0
Jul	110,2	107,1	...	98,4	100,7	109,4	106,4	...	98,2	111,6	108,8	...	...	101,1
Ago	110,1	106,7	...	...	100,8	109,2	105,8	...	...	111,4	108,2	...	...	...
Sep	110,1	107,2	99,8	...	101,0	109,1	106,2	99,1	...	111,3	108,5	101,8	112,8	...
Oct	...	107,5	...	...	101,0	...	106,4	...	...	...	108,7	...	...	...
Nov	...	...	...	...	100,7	...	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA UNIÓN EUROPEA (UE 28)



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

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

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003), (2004-2006) y (2007-2009).

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

d. Series trimestrales. En la definición de los índices, para España se usan las series de Coste Laboral Unitario (totales y manufacturas) obtenidas a partir de la información de la Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2010. Fuente INE.

9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS Y A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

■ Serie representada gráficamente.

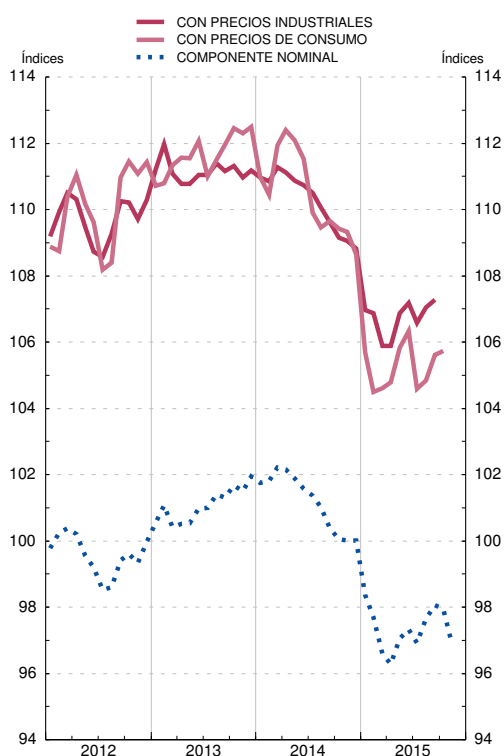
Base 1999 I = 100

	Frente a los países desarrollados									Frente a los países industrializados				
	Total (a)				Compo- nente nominal (b)	Componente precios (c)				Total (a)		Compo- nente nominal (b)	Componente precios (c)	
	Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufactu- ras(d)	Con valores unitarios de las exporta- ciones		Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufactu- ras(d)	Con valores unitarios de las exporta- ciones	Con precios industri- ales	Con precios consumo		Con precios industri- ales	Con precios consumo
	1	2	3	4		6	7	8	9	10	11		13	14
12	111,4	111,6	122,0	103,0	100,2	111,2	111,4	121,7	103,3	109,7	110,0	99,6	110,2	110,5
13	112,9	113,4	119,9	102,4	101,6	111,1	111,6	118,0	101,4	111,2	111,7	101,1	110,0	110,5
14	112,2	112,4	118,2	101,1	101,6	110,4	110,6	116,4	100,1	110,3	110,5	101,2	109,0	109,2
13 IV	112,7	114,0	119,0	102,0	101,9	110,6	111,8	116,8	100,6	111,2	112,4	101,7	109,3	110,5
14 I	112,5	112,6	118,7	101,7	102,0	110,3	110,4	116,4	100,2	111,0	111,1	101,9	108,9	109,0
II	112,3	113,3	119,3	101,1	101,8	110,3	111,3	117,2	99,8	110,9	112,0	101,9	108,9	109,9
III	112,1	111,7	118,0	101,0	101,4	110,5	110,1	116,4	100,2	110,1	109,7	100,9	109,1	108,7
IV	111,8	111,8	116,9	100,6	101,1	110,6	110,6	115,6	100,1	109,0	109,1	100,0	109,0	109,1
15 I	110,5	108,7	113,6	98,9	99,6	111,0	109,2	114,2	99,8	106,6	104,9	97,5	109,2	107,6
II	110,8	109,6	114,0	98,5	99,1	111,8	110,6	115,0	99,9	106,6	105,6	96,9	110,1	109,0
III	110,8	108,6	113,1	...	99,3	111,5	109,3	113,9	...	107,0	105,0	97,5	109,7	107,7
15 Feb	110,7	108,2	...	99,0	99,6	111,2	108,6	...	99,9	106,9	104,5	97,7	109,4	107,0
Mar	110,2	108,7	113,6	98,4	99,0	111,3	109,8	114,2	100,0	105,9	104,6	96,6	109,6	108,3
Abr	110,3	109,1	...	98,2	98,8	111,7	110,4	...	99,9	105,9	104,8	96,3	110,0	108,8
May	110,9	109,7	...	98,7	99,2	111,8	110,6	...	100,0	106,9	105,8	97,1	110,1	109,0
Jun	111,1	110,1	114,0	98,7	99,3	111,8	110,8	115,0	99,9	107,2	106,3	97,3	110,1	109,2
Jul	110,7	108,5	...	98,6	99,1	111,7	109,6	...	100,1	106,6	104,6	96,9	110,0	107,9
Ago	110,8	108,3	...	...	99,4	111,4	109,0	...	...	107,0	104,8	97,7	109,6	107,4
Sep	110,9	108,9	113,1	...	99,6	111,4	109,4	113,9	...	107,3	105,6	98,1	109,4	107,7
Oct	...	109,2	...	...	99,6	...	109,6	...	...	...	105,7	97,9	...	107,9
Nov	...	...	...	...	98,9	...	...	...	...	...	...	96,9	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS



FUENTE: BE.

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

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003), (2004-2006) y (2007-2009).

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

d. Series trimestrales. En la definición de los índices, para España se usan las series de Coste Laboral Unitario (totales y manufacturas) obtenidas a partir de la información de la Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2010. Fuente INE.

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España publica distintos tipos de documentos que proporcionan información sobre su actividad (informes económicos, información estadística, trabajos de investigación, etc.). La lista completa de las publicaciones del Banco de España se encuentra en su sitio web, en http://www.bde.es/webbde/Secciones/Publicaciones/Relacionados/Fic/cat_publ.pdf.

La relación de los artículos publicados en el *Boletín Económico* desde 1979 puede consultarse en http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/Fic/indice_general.pdf.

La mayor parte de estos documentos está disponible en formato pdf y se puede descargar gratuitamente en el sitio web del Banco de España, en <http://www.bde.es/webbde/es/secciones/informes/>. El resto puede solicitarse a publicaciones@bde.es.

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

© Banco de España, Madrid, 2015
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Públicas	IFM	Instituciones Financieras Monetarias
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	IGAE	Intervención General de la Administración del Estado
ANFAC	Asociación Nacional de Fabricantes de Automóviles y Camiones	IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
BCE	Banco Central Europeo	INE	Instituto Nacional de Estadística
BCN	Bancos Centrales Nacionales	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
BE	Banco de España	IPC	Índice de Precios de Consumo
BOE	Boletín Oficial del Estado	IPI	Índice de Producción Industrial
BPI	Banco de Pagos Internacionales	IPRI	Índice de Precios Industriales
CBE	Circular del Banco de España	IPSEBENE	Índice de Precios de Servicios y de Bienes Elaborados No Energéticos
CE	Comisión Europea	ISFLSH	Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
CCAA	Comunidades Autónomas	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
CCLL	Corporaciones Locales	NEDD	Normas Especiales de Distribución de Datos del FMI
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	OBS	Obra Benéfico-Social
CEM	Confederación Española de Mutualidades	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española	OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	OM	Orden Ministerial
CNE	Contabilidad Nacional de España	OOAA	Organismos Autónomos
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
DEG	Derechos Especiales de Giro	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	OSR	Otros Sectores Residentes
DGT	Dirección General de Tráfico	PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
EC	Entidades de crédito	PIB	Producto Interior Bruto
EFC	Establecimientos financieros de crédito	PIBpm	Producto Interior Bruto a precios de mercado
Eonia	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (<i>Euro Overnight Index Average</i>)	PNB	Producto Nacional Bruto
Euríbor	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (<i>Euro Interbank Offered Rate</i>)	RD	Real Decreto
Eurostat	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas	RM	Resto del Mundo
EPA	Encuesta de población activa	Sareb	Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria
FAAF	Fondo para la Adquisición de Activos Financieros	SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
FEADER	Fondo Europeo Agrícola de Desarrollo Rural	SEC	Sistema Europeo de Cuentas
FEAGA	Fondo Europeo Agrícola de Garantía	SEPE	Servicio Público de Empleo Estatal
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	SME	Sistema Monetario Europeo
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	TAE	Tasa Anual Equivalente
FEP	Fondo Europeo de Pesca	TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
FFPP	Fondos de Pensiones	UE	Unión Europea
FGD	Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito	UEM	Unión Económica y Monetaria
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	UE-15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria	UE-25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
FMI	Fondo Monetario Internacional	UE-27	Países componentes de la Unión Europea desde 1.1.2007
FMM	Fondos del Mercado Monetario	UE-28	Países componentes de la Unión Europea desde 1.7.2013
FSE	Fondo Social Europeo	VNA	Variación Neta de Activos
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo	VNP	Variación Neta de Pasivos
ICO	Instituto de Crédito Oficial		

SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

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

ABREVIATURAS Y SIGNOS

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