

BOLETÍN ECONÓMICO

03/2016

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema



ÍNDICE

Informe trimestral de la economía española	
1 Principales mensajes	3
2 Entorno exterior de la economía española	12
3 La economía española	46
Recuadros	
Recuadro 1 Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2016-2017)	7
Recuadro 2 Los supuestos relativos a la política fiscal en el bienio 2016-2017	11
Recuadro 3 La debilidad de los salarios y de la productividad en Estados Unidos y Reino Unido e implicaciones para la inflación	23
Recuadro 4 Las nuevas medidas expansivas del Banco Central Europeo	25
Recuadro 5 Una comparación de la evolución económica reciente en España y en el área del euro	42
Recuadro 6 La posición cíclica de la economía española	44
 Los mecanismos de supervisión presupuestaria de la UEM	
47	
 Resultados de las empresas no financieras hasta el cuarto trimestre de 2015. Un avance de cierre del ejercicio	
61	
 Acuerdo sobre un nuevo régimen para el Reino Unido en la Unión Europea	
75	
 Situación y perspectivas de la economía mundial a principios de 2016	
83	
 Indicadores económicos	
1*	
 Publicaciones del Banco de España	
67*	
 Siglas, abreviaturas y signos utilizados	
68*	

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

1 PRINCIPALES MENSAJES

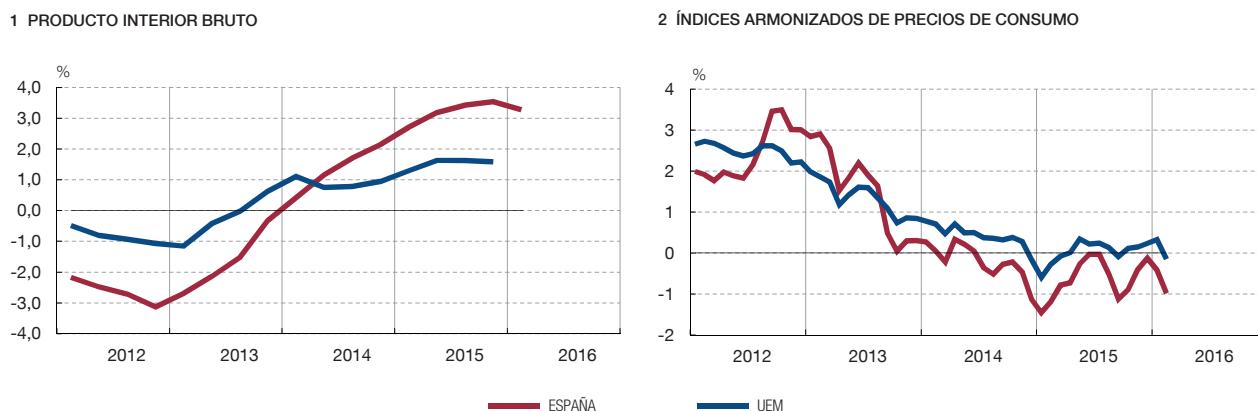
En el período transcurrido desde la publicación del «Informe trimestral» de diciembre, la economía mundial ha mostrado una evolución algo más débil de lo esperado entonces, en un contexto caracterizado por un aumento de la volatilidad en los mercados financieros de economías tanto emergentes como avanzadas y por una cierta atonía de los flujos comerciales internacionales. Estos desarrollos son indicativos de que la recuperación de la actividad mundial podría ser más débil y tener lugar de modo algo más gradual de lo anticipado hace un trimestre. Por lo que respecta al contexto exterior al área del euro, la evolución de algunas economías emergentes podría verse entorpecida por el tensionamiento reciente de sus condiciones de financiación, el endeudamiento en divisa extranjera en un entorno de presiones depreciatorias sobre las monedas nacionales y, en el caso de los países productores de materias primas, la caída de los precios de estos bienes. En las economías avanzadas, en general, los obstáculos al crecimiento parecen ser menores, al presentar condiciones financieras más propicias y verse, en su conjunto, más favorecidas por el abaratamiento de las materias primas. Sin embargo, no cabe esperar que estas sean inmunes a un deterioro adicional de las perspectivas en las economías emergentes.

De hecho, el área del euro parece haber acusado el empeoramiento de las perspectivas de las economías emergentes y el episodio de inestabilidad financiera que tuvo lugar al comienzo del año, y la información coyuntural disponible apunta a que el ritmo de expansión de la actividad en el primer trimestre de 2016 habría sido algo inferior al proyectado hace unos meses. A medio plazo, las perspectivas siguen siendo coherentes con una recuperación gradual de la actividad, en un contexto en el que la política monetaria ha continuado intensificando su tono expansivo. Con todo, en sus proyecciones más recientes, el BCE ha revisado a la baja 0,3 puntos porcentuales (pp) el crecimiento esperado para este año, cuya composición se espera ahora que adopte un mayor sesgo hacia la demanda interna, en detrimento de las exportaciones. Además, el reciente deterioro del contexto geopolítico internacional y el aumento de la incertidumbre sobre la evolución de la propia economía del área sugieren que estas proyecciones están sujetas a riesgos a la baja.

En España, la información disponible es coherente con una moderada desaceleración gradual de la actividad con respecto al elevado ritmo de expansión mantenido a lo largo de 2015, en línea con las proyecciones realizadas el pasado mes de diciembre. En efecto, en el primer trimestre de 2016 la economía española continúa presentando un comportamiento diferencial favorable frente al resto del área del euro, con un crecimiento estimado del PIB del 0,7 % intertrimestral en los tres primeros meses del año, tasa que, en caso de confirmarse, sería inferior en una décima a la que se registró en los dos trimestres precedentes (véase gráfico 1). El avance del producto en este período habría seguido apoyándose en el buen comportamiento del gasto de hogares y empresas, a lo que habría contribuido, entre otros factores, el tono favorable de las condiciones financieras (véase cuadro 1). En particular, las rentas de los hogares se habrían visto fortalecidas por la caída del precio del petróleo, el crecimiento del empleo y, en menor medida, la introducción de varias medidas presupuestarias. Por su parte, la inversión empresarial continúa viéndose sostenida por las perspectivas favorables de evolución de la demanda final. La información procedente de los flujos de comercio exterior correspondientes al mes de enero sugiere que las exportaciones podrían haber limitado ligeramente su ritmo de avance en las primeras semanas del trimestre, lo que posiblemente refleja una desaceleración de los mercados externos. En el ámbito del mercado de trabajo, la evolución

PRODUCTO INTERIOR BRUTO Y PRECIOS DE CONSUMO (a)

GRÁFICO 1



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.

PRINCIPALES AGREGADOS MACROECONÓMICOS DE ESPAÑA (a)

CUADRO 1

	2014	2015	I TR	II TR	III TR	IV TR	2016 I TR
Contabilidad Nacional							
Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria							
Producto interior bruto	1,4	3,2	0,9	1,0	0,8	0,8	0,7
Contribución de la demanda nacional (b)	1,6	3,7	1,4	1,0	1,2	0,6	0,7
Contribución de la demanda exterior neta (b)	-0,2	-0,5	-0,5	0,0	-0,4	0,2	0,0
Tasas de variación interanual							
Empleo	1,1	3,0	2,9	2,9	3,1	3,0	2,9
Indicadores de precios (variación interanual de datos de fin de período) (c)							
IPC	-0,2	-0,5	-0,7	0,1	-0,9	0,0	-0,8
IPSEBENE	0,0	0,6	0,2	0,6	0,8	0,9	1,0

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Información disponible hasta el 31 de marzo de 2016.

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 febrero de 2016.

reciente de las afiliaciones a la Seguridad Social sugiere que el crecimiento del empleo podría haber sido, como en el último trimestre de 2015, del 0,6 %.

La ligera ralentización del PIB en el primer trimestre de 2016 es compatible con la prolongación de la actual senda de recuperación de la actividad a lo largo del próximo bienio. En concreto, para este año se prevé que el PIB crezca a una tasa media del 2,7 %, con un perfil trimestral ligeramente decreciente, a medida que pierdan fuerza algunos de los factores que han impulsado recientemente las rentas y el gasto de los hogares mencionados anteriormente (véase recuadro 1). Esta tasa de crecimiento incorpora una revisión a la baja —de una décima— con respecto a las proyecciones de diciembre, que refleja, principalmente, el empeoramiento de las perspectivas de los mercados de exportación y la reciente apreciación del tipo de cambio del euro, factores compensados solo parcialmente por los menores precios del petróleo. En 2017, se proyecta que el avance del PIB se modere hasta el 2,3 %.

En el ámbito de los precios, los primeros meses del año se han caracterizado por el retorno del IPC a tasas de variación interanual negativas (-0,8 % en febrero), como consecuencia del nuevo retroceso de los precios del componente energético. En cambio, la trayectoria estable que la inflación subyacente viene mostrando desde mediados del año pasado se ha prolongado al inicio del actual. En concreto, en febrero el IPSEBENE creció un 1 %. Bajo los supuestos actuales acerca del crecimiento de los precios del petróleo, la inflación permanecería en terreno negativo hasta el final del verano y comenzaría a mostrar tasas de variación positivas con posterioridad, en un contexto de aceleración gradual del IPSEBENE como resultado de la reducción del grado de holgura de la economía. En media anual, se prevé que el IPC retroceda un 0,1 % este año y aumente un 1,6 % el próximo.

Si bien la revisión a la baja en la senda de crecimiento del producto que se presenta en el presente Informe es moderada, el balance de riesgos en torno a este escenario central ha empeorado de manera apreciable en los últimos meses. Por un lado, las recientes tensiones en los mercados financieros han puesto de manifiesto las debilidades a las que se expone el crecimiento mundial y, en particular, la fragilidad de algunos mercados emergentes. Además, la intensificación de las tensiones geopolíticas en diferentes áreas representa una fuente adicional de riesgo para la economía mundial. Por otro lado, desde el punto de vista interno, las dudas acerca del curso futuro de las políticas económicas pueden incidir negativamente en las decisiones de gasto de los agentes privados, especialmente si la actual situación de incertidumbre se prolonga en el tiempo.

Los riesgos al escenario central para la inflación se inclinarían moderadamente a la baja, como consecuencia de las presiones desinflacionistas procedentes del exterior en caso de que se materializara un escenario de crecimiento global más desfavorable. En la dirección opuesta, no es descartable que estas proyecciones puedan infraestimar el impacto positivo de las acciones de política monetaria adoptadas recientemente por el BCE sobre la inflación en el conjunto del área del euro.

La economía española ha incrementado su resistencia ante escenarios de riesgo como los aquí descritos como consecuencia de los avances registrados en los últimos años en la corrección de sus desequilibrios macroeconómicos. Estos progresos han sido, no obstante, desiguales en las distintas áreas, lo que hace que persistan elementos de fragilidad. En este sentido, aunque el examen en profundidad de España llevado a cabo recientemente por la Comisión Europea (CE), en el marco del Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos, ha dejado de calificar como excesivos estos desequilibrios, en el mismo se pone de manifiesto la vulnerabilidad generada por la elevada tasa de desempleo estructural, el alto nivel de endeudamiento tanto de los agentes privados como del sector público y, como resultado de ello, la alta dependencia de la financiación procedente del exterior. Además, se subraya que el bajo ritmo de avance de la productividad limita las posibilidades de crecimiento futuras.

Asimismo, en el contexto del Procedimiento de Déficit Excesivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento en el que se encuentra inmerso España, la CE emitió el pasado 9 de marzo una Recomendación Autónoma dirigida al Gobierno en la que solicita que sean realizados esfuerzos presupuestarios adicionales para garantizar la corrección de la situación de déficit excesivo (un déficit público por encima del 3 % del PIB) en 2016, en consonancia con los compromisos adquiridos con el Consejo Europeo en 2013. El déficit público para el ejercicio 2015 notificado por las autoridades españolas a Eurostat, del 5,2 % del PIB, desbordó el objetivo acordado por el Consejo Europeo, del 4,2 %, e incluso el previsto

por la CE en sus proyecciones del pasado mes de febrero, que se estimaba en el 4,8 % del PIB¹.

Estos desarrollos ponen de manifiesto la necesidad tanto de que las políticas económicas prioricen la culminación del proceso de consolidación fiscal, que resulta esencial para mantener la confianza, como de perseverar en la aplicación de reformas estructurales que reduzcan las vulnerabilidades de la economía española y permitan mejorar su capacidad de crecimiento futuro.

1 Las proyecciones presentadas en el recuadro 1 no toman en consideración las medidas anunciadas en respuesta a esta desviación (véase el recuadro 2 para una descripción completa de los supuestos fiscales que subyacen a las proyecciones).

Este recuadro actualiza las proyecciones macroeconómicas para 2016 publicadas por el Banco de España en diciembre del pasado año. La actualización incorpora las estimaciones más recientes de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) y los efectos de los cambios observados en los supuestos externos entre el 11 de diciembre y el 22 de marzo, fechas de cierre de la recogida de información en el ejercicio precedente y en el actual, respectivamente (véase cuadro 1)¹. Además, por primera vez se publican proyecciones referidas al año 2017.

De acuerdo con las estimaciones realizadas, la fase expansiva del producto de la economía española continuará el próximo bienio, con un crecimiento del PIB que se situaría en el 2,7% este año y se desaceleraría gradualmente hasta el 2,3% en 2017, a medida que pierdan fuerza algunos elementos que, con carácter transitorio, han venido impulsando la actividad en el período reciente, como las recientes bajadas del precio del petróleo y los estímulos presupuestarios introducidos en el último año (véase cuadro 2). En el ámbito de los precios, se estima que, tras registrar un retroceso del 0,1% en 2016, el IPC podría crecer un 1,6% el próximo año, reflejando la trayectoria del precio del crudo y un repunte modesto y gradual de la inflación subyacente.

En comparación con las previsiones publicadas en diciembre, los principales cambios en los supuestos externos referidos a 2016

incluyen una disminución de unos 5 dólares en el precio del barril de petróleo, según la senda observada en los mercados de contado y de futuros de esta materia prima. El crecimiento de los mercados de las exportaciones españolas se revisa a la baja como consecuencia, principalmente, del deterioro de las perspectivas de evolución de los mercados emergentes, permaneciendo prácticamente sin cambios el crecimiento esperado de las importaciones realizadas por el conjunto de países del área del euro. Por otro lado, se estima que los precios de los competidores se reducirán moderadamente este año con respecto a la proyección efectuada en diciembre, lo que responde, en parte, a la revalorización experimentada desde entonces por el euro frente a una cesta amplia de monedas. Por su parte, el supuesto realizado acerca de la evolución de las cotizaciones bursátiles en este año comporta un descenso cercano al 20%, reflejando el retroceso observado desde diciembre. Finalmente, el coste de la financiación bancaria recibida por hogares y empresas no financieras será inferior al proyectado en las anteriores previsiones en aproximadamente 0,1 pp, lo que refleja la revisión a la baja de las sendas de tipos de interés del euríbor y de la deuda pública a diez años, de acuerdo con las expectativas implícitas en la curva de rendimientos.

En un contexto de notable incertidumbre acerca del curso futuro de la política presupuestaria, las proyecciones macroeconómicas dependen crucialmente de los supuestos realizados al respecto. El recuadro 2 detalla los supuestos acerca de la política fiscal para el bienio 2016-2017 sobre los que se asienta este ejercicio de proyección.

Frente al ejercicio de diciembre, la previsión de crecimiento del PIB para este año se ve modificada a la baja ligeramente —en

¹ La evolución proyectada de los mercados de exportación de España es la recogida en las *proyecciones macroeconómicas de marzo de 2016* elaboradas por los expertos del BCE con los datos disponibles hasta el 15 de febrero.

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

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	Proyección actual			Diferencias con proyección de diciembre de 2015	
	2015	2016	2017	2015	2016
Entorno internacional					
Producto mundial	2,9	3,0	3,5	0,0	-0,3
Mercados mundiales	1,8	2,8	4,2	0,3	-0,7
Mercados de exportación de España	2,8	3,1	4,5	0,4	-0,2
Precio del petróleo en dólares (nivel)	52,5	40,2	45,7	-0,1	-5,2
Condiciones monetarias y financieras					
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,11	1,11	1,11	0,00	0,03
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (b) (nivel 2000 = 100 y diferencias porcentuales)	113,0	113,4	113,6	0,1	2,6
Índice General de la Bolsa de Madrid (nivel 2000 = 100 y diferencias porcentuales)	107,2	84,6	81,9	-0,2	-16,7
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses)	0,0	-0,2	-0,3	0,0	-0,1
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años)	1,7	1,6	1,9	0,0	-0,2

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Fecha de cierre de elaboración de supuestos: 22.3.2016.

b Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.

una décima—, en un contexto en el que los resultados de la CNTR del cuarto trimestre de 2015 fueron muy similares a los proyectados. Asimismo, la información coyuntural más reciente ha tendido a corroborar las proyecciones realizadas entonces para el primer trimestre, que comportan una leve desaceleración del ritmo de avance del producto al inicio del año. De este modo, la revisión a la baja del crecimiento esperado del PIB en 2016 viene motivada por los cambios en los supuestos externos considerados en su conjunto. En concreto, las principales modificaciones de estos supuestos, con un impacto negativo sobre la actividad, incluyen el empeoramiento del comportamiento esperado de los mercados exteriores, la apreciación del tipo de cambio del euro y el retroceso de las cotizaciones bursátiles. Estos efectos se ven solo parcialmente contrarrestados por las consecuencias positivas para la actividad de la reciente caída de los precios del petróleo y de otras materias primas y de la relajación adicional de las condiciones financieras.

Se espera que la expansión del producto durante el período de proyección siga apoyándose, como viene ocurriendo a lo largo de los dos últimos años, en la pujanza de la demanda nacional.

Por su parte, la demanda exterior neta continuaría realizando una aportación negativa al crecimiento del PIB, aunque de magnitud más reducida que en 2015. Entre los componentes de la demanda nacional, se prevé que el consumo de los hogares mantenga un vigor elevado, apoyado en la prolongación de la fortaleza del proceso de creación de empleo y en los mencionados efectos expansivos de carácter transitorio sobre la renta disponible; en particular, los derivados de la caída del precio del petróleo. El impacto de estos efectos temporales alcanzará su máxima intensidad en el corto plazo, lo que explica la desaceleración de este componente de la demanda a lo largo del período de proyección. En concreto, tras el crecimiento del 2,9% este año, se proyecta un aumento de este componente de la demanda del 2% en 2017.

Junto con las condiciones de financiación favorables, la creación de empleo favorecerá también la continuación del proceso de paulatina recuperación de la inversión residencial. En un contexto en el que las necesidades de nuevas viviendas seguirán siendo moderadas, en línea con la evolución demográfica, cabe esperar que el repunte sea gradual, como se desprende también de la evolución reciente de las cifras de visados y de las de compraventas.

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

Tasas de variación anual sobre volumen y % del PIB

	2014	2015	Proyección		Diferencia entre las previsiones actuales y las realizadas en diciembre de 2015	
			2016	2017	2015	2016
PIB	1,4	3,2	2,7	2,3	0,1	-0,1
Consumo privado	1,2	3,1	2,9	2,0	0,0	-0,3
Consumo público	0,0	2,7	1,0	0,5	0,2	0,6
Formación bruta de capital fijo	3,5	6,4	5,0	5,4	0,2	-0,4
Inversión en bienes de equipo	10,5	10,2	8,3	7,3	0,4	-0,3
Inversión en construcción	-0,2	5,3	3,5	4,9	-0,2	-0,7
Exportación de bienes y servicios	5,1	5,4	4,4	5,2	-0,4	-0,3
Importación de bienes y servicios	6,4	7,5	5,3	5,9	0,0	-0,6
Demanda nacional (contribución al crecimiento) (b)	1,6	3,7	2,9	2,4	0,1	-0,2
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	-0,2	-0,5	-0,2	-0,1	-0,1	0,1
PIB nominal	1,0	3,8	3,4	3,4	-0,2	-0,3
Deflactor del PIB	-0,4	0,6	0,7	1,0	-0,2	-0,2
Índice de precios de consumo (IPC)	-0,2	-0,5	-0,1	1,6	0,0	-0,8
IPSEBENE	0,0	0,6	1,1	1,4	—	—
Empleo (puestos de trabajo equivalente)	1,1	3,0	2,3	1,9	0,0	-0,1
Tasa de paro (% de la población activa)	24,4	22,1	20,3	18,9	—	—
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	1,6	2,1	1,9	1,5	0,1	0,3
Capacidad(+) / necesidad(−) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-5,9	-5,2	-4,4	-3,4	—	—

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

a Fecha de cierre de las predicciones: 31.3.2016.

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

La inversión empresarial continuará experimentando aumentos elevados, aunque inferiores a los observados en 2015, dada la suavización del comportamiento expansivo de la demanda final, en un contexto en el que se proyecta que los costes de la financiación ajena permanezcan en niveles muy reducidos. La atenuación del ritmo de avance será más marcada en el caso de las otras construcciones que en el de la inversión en equipo, pues el primero de estos dos agregados se verá afectado adicionalmente por la proyectada ralentización de la inversión pública.

Por lo que respecta a los flujos de intercambios comerciales con el exterior, se prevé que las exportaciones muestren crecimientos relativamente modestos en el corto plazo, inferiores a los proyectados en diciembre, en línea con la moderación del dinamismo de los mercados exteriores y con la apreciación cambiaria del euro, que limita las ganancias de competitividad. En 2017 se estima que las ventas al resto del mundo muestren un comportamiento algo más expansivo. La evolución de las exportaciones por áreas reflejaría no solo las diferencias cíclicas entre ellas, sino también la trayectoria del tipo de cambio frente a las correspondientes monedas. Así, la fortaleza de las exportaciones a Estados Unidos se espera que muestre tanto el vigor de la demanda interna de esa economía como la depreciación cambiaria frente al dólar, mientras que, por el contrario, la debilidad de las que tienen por destino las economías emergentes se deberá no solo a su evolución cíclica menos favorable, sino también a la pérdida de valor de las monedas de estos países. Con respecto a las importaciones, se prevé que se comporten en línea con la demanda final. En particular, el perfil de las compras al exterior seguirá al de las exportaciones, dado que es esta variable la que marca la senda de la demanda final a lo largo del horizonte de proyección. En cualquier caso, no se esperan cambios sustanciales con respecto al patrón observado desde el inicio de la crisis, caracterizado por una limitada sustitución de importaciones por producción nacional.

En 2016 se proyecta que la capacidad de financiación de la nación alcance el 1,9 % del PIB. Esta cifra supera en tres décimas a la esperada en diciembre, lo que se explica por el abaratamiento de la factura energética y por el alivio de la carga de intereses asociado a la mejora de las condiciones de financiación exterior. En paralelo a estos factores, se prevén aumentos en los saldos de las balanzas comercial y de rentas con respecto a la proyección anterior. La magnitud del superávit de la cuenta del resto del mundo se moderaría en 2017 al repuntar el precio del crudo, de acuerdo con el supuesto técnico utilizado, basado en las cotizaciones en los mercados de futuros.

El crecimiento del empleo continuará viéndose impulsado por el dinamismo de la actividad, a pesar del leve repunte estimado para los costes laborales como resultado de que el avance esperado en la remuneración es superior al de la productividad de este factor. Se prevé que la creación de puestos de trabajo conduzca a descensos adicionales de la tasa de paro, que se situaría algo por encima del 18 % de la población activa al final del horizonte de proyección.

Los precios de consumo mostrarán, bajo los supuestos del ejercicio, tasas de variación negativas hasta el final del verano, lo que daría lugar a un retroceso del 0,1 % en el promedio anual. El repunte posterior, fundamentalmente asociado a la estabilización esperada en tasa interanual del precio del petróleo, conduciría a un avance del 1,6 % en la media de 2017. Con el trasfondo del comportamiento expansivo del gasto de los hogares y del cierre de la brecha de producción, se espera que el IPSEBENE experimente una aceleración gradual, cuya magnitud sería modesta (véase recuadro 6). El perfil de aceleración de los precios de consumo se observaría también en términos del deflactor del PIB, para el cual se proyectan crecimientos medios del 0,7 % y del 1 %, respectivamente, en 2016 y 2017.

El gráfico 1 presenta los resultados de un procedimiento estadístico comúnmente utilizado para aproximar la incertidumbre inherente a las proyecciones basado en la construcción de intervalos de confianza, para distintos niveles de probabilidad, a partir de las desviaciones históricas de las proyecciones. Esta aproximación otorgaría una probabilidad inferior al 5 % a caídas del PIB hacia el final del horizonte de proyección, mientras que la probabilidad de que el IPSEBENE registre tasas negativas a lo largo del próximo bienio es marginal de acuerdo con las desviaciones en las previsiones pasadas.

Esta metodología proporciona intervalos de confianza simétricos, ignorando que, en cada momento, pueden ser más prevalentes los riesgos en una determinada dirección. En concreto, en esta ocasión, los riesgos en torno al escenario central de crecimiento del producto que se ha descrito presentan un balance más negativo que en diciembre.

En primer lugar, desde el punto de vista del contexto exterior, persisten las incertidumbres acerca de la evolución de la economía global, que son particularmente elevadas en el caso de algunas economías emergentes. Una mayor desaceleración en aquellas que son demandantes de materias primas podría provocar descensos adicionales de los precios de estos bienes, dañando la actividad en los países productores e intensificando las tensiones en algunos mercados financieros, con posibles efectos de arrastre sobre otras economías, incluida la española. Además, el aumento de las tensiones geopolíticas constituye una fuente de riesgo adicional para el entorno internacional.

Por otro lado, en el ámbito interno, la actual situación de incertidumbre política, en relación con el proceso de formación del Gobierno de la nación, introduce dudas acerca del curso futuro de las políticas económicas, que pueden tener un efecto adverso sobre las decisiones de los agentes en el corto plazo. En la medida en que esta incertidumbre abarca ámbitos diferentes, como la política presupuestaria o la agenda de reformas, estimar su impacto macroeconómico y, especialmente, su distribución temporal resulta extraordinariamente complejo. En el terreno fiscal, la desviación del déficit con respecto a los planes presupuestarios observada en 2015 pone en evidencia la necesidad de priorizar la culminación del proceso de consolidación fiscal para mantener la confianza.

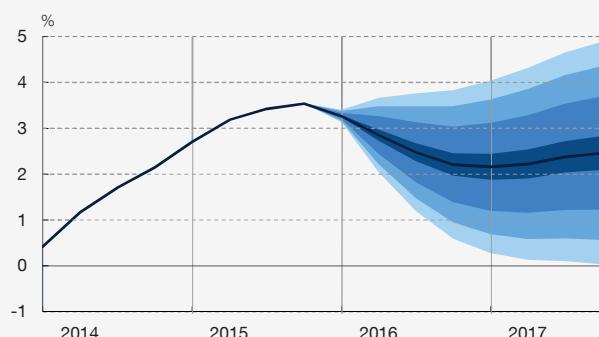
La adopción de medidas presupuestarias adicionales a las consideradas en el escenario central de estas proyecciones podría alterar el perfil de crecimiento del producto, comportando costes en el corto plazo y generando beneficios, en términos de las ganancias de confianza correspondientes, que solo se harían totalmente visibles transcurrido un tiempo. Por otra parte, la materialización de los efectos positivos de las reformas estructurales en el funcionamiento de los mercados y las instituciones normalmente conlleva lapsos temporales que pueden llegar a ser amplios. Por ello, resulta conveniente evitar retrasos en la aplicación de las reformas todavía necesarias.

En el terreno de la inflación, los riesgos de desviación también presentan un balance a la baja. En concreto, una desaceleración

más pronunciada de lo anticipado hasta ahora de algunas economías emergentes podría generar un impacto desinflacionario adicional generalizado. Un escenario de estas características es más probable si el reciente empeoramiento en las perspectivas de crecimiento global viene acompañado de depreciaciones cambiarias en estas economías y de retrocesos adicionales en la demanda y los precios de las materias primas. En la dirección opuesta, es probable que las decisiones recientes del BCE contribuyan a un comportamiento más expansivo de los precios de consumo en comparación con el escenario central, a través de su impacto positivo sobre la demanda agregada y la reducción de la probabilidad de que se materialice un escenario deflacionario, con caídas persistentes y generalizadas en los precios.

PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO Y DE INFLACIÓN PARA ESPAÑA

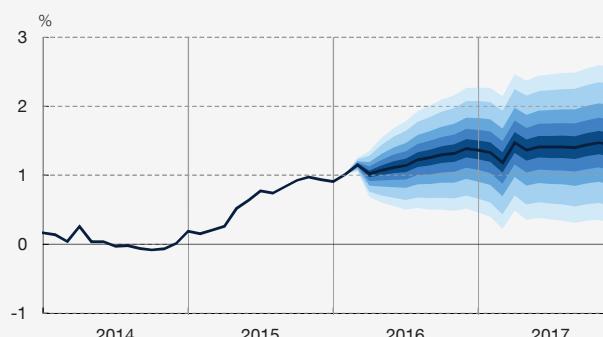
Gráfico 1
PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanuales



Probabilidad de que el PIB o el IPSEBENE se sitúen dentro del intervalo (a)

■ 20 % ■ 40 % ■ 60 % ■ 80 % ■ 90 %

Gráfico 2
IPSEBENE
Tasas de variación interanuales



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Último dato observado: cuarto trimestre de 2015 en el PIB y febrero de 2016 en el IPSEBENE.

- a El gráfico muestra la incertidumbre en torno a la predicción central. Se presentan intervalos con probabilidades del 20 %, 40 %, 60 %, 80 % y 90 %, respectivamente, basados en los errores de predicción históricos.

La elaboración de los supuestos sobre la política fiscal empleados en el ejercicio de proyecciones macroeconómicas para 2016 descansa sobre las medidas aprobadas en los presupuestos de las distintas Administraciones Públicas para este año y, por ello, son similares a los recogidos en el ejercicio de previsión de diciembre pasado. Para 2017, se tienen en cuenta aquellas que figuran en los planes plurianuales (Programa de Estabilidad) realizados por el Gobierno y cuya adopción se considera probable. La senda de déficit público prevista presenta, en todo caso, diferencias con respecto a los objetivos presupuestarios del Gobierno, derivadas fundamentalmente de que aquella tiene en cuenta la desviación observada en el ejercicio 2015, de 1 pp del PIB, y del diferente escenario macroeconómico, que incide en las previsiones de ingresos públicos y en la dinámica subyacente de algunas partidas de gasto, como la dedicada al pago de prestaciones por desempleo. Asimismo, se realizan estimaciones propias de las tendencias demográficas, con impacto en el gasto en pensiones, y de la carga de intereses de la deuda.

En el contexto actual, no obstante, las dudas sobre el curso de la política fiscal a lo largo del horizonte de proyección son notables. En este sentido, existe incertidumbre acerca de la respuesta que acaben dando las autoridades nacionales a la reciente Recomendación Autónoma de la Comisión Europea, en la que requiere al Reino de España que tome medidas presupuestarias restrictivas adicionales a las incorporadas en los planes presupuestarios.

En cuanto a las principales medidas de política fiscal incorporadas en el ejercicio de proyección, por el lado de los ingresos, cabe mencionar el impacto en 2016 del segundo tramo de la reforma del impuesto sobre sociedades, que entró en vigor el 1 de enero de 2015, así como los efectos retardados de la reforma del IRPF. En el ámbito de los gastos, en el apartado de personal se incorpora para este año el aumento salarial del 1 % aprobado en los Presupuestos Generales del Estado, el abono de la segunda mitad de la paga extraordinaria eliminada en 2012 y el incremento de la tasa media de reposición de efectivos en 2016, hasta el 50 % con carácter general (tasa nula en 2015) y hasta el 100 % para los sectores de sanidad, educación, fuerzas del orden y seguridad, entre otros (del 50 % en 2015). Para 2017 se asumen una revalorización de los salarios de los empleados públicos, en línea con las previ-

siones para la economía de mercado de este Informe, y el mantenimiento de una senda de moderación en las nuevas contrataciones de las AAPP. Con respecto al gasto de la Seguridad Social, se incorpora la revalorización de las pensiones del 0,25 %, tanto en 2016 como en 2017, vinculada a la aplicación de la fórmula de indexación de las pensiones en vigor desde enero de 2014.

Además de estas medidas, los supuestos sobre la política fiscal incorporan el impacto en 2017 sobre el gasto en consumo final de las AAPP que se derivaría de la aplicación de un conjunto de reformas en curso, incluyendo la reforma de la Administración Local y la del conjunto de las AAPP (definidas en el Informe de la Comisión para la Reforma de las Administraciones Públicas —CORA—), así como una cierta contención en el avance de la inversión pública, en línea con las estimaciones oficiales. Adicionalmente, se considera una reducción de las transferencias y subvenciones, así como del gasto en prestaciones por desempleo debido a la dinámica del mercado de trabajo, y de la carga de intereses, por las condiciones financieras más favorables.

Finalmente, es preciso señalar que las medidas anunciadas por el Gobierno el 31 de marzo (esto es, un día antes de la publicación de este Informe), tras la presentación de los datos de las cuentas de las Administraciones Públicas de 2015, no han podido ser consideradas entre los supuestos relativos a la política fiscal que subyacen a este ejercicio.

En conjunto, la aplicación de los supuestos descritos en los párrafos anteriores y del cuadro macroeconómico presentado en este Informe resulta en unas proyecciones de déficit público para 2016 y 2017 del 4,4 % y del 3,4 % del PIB, respectivamente. En el escenario central del Informe, por tanto, el grado de consolidación fiscal y la mejora derivada del saldo de las AAPP en 2016-2017 resultan ser considerablemente inferiores a los que se derivarían del cumplimiento de los objetivos oficiales de déficit, fijados en el 2,8 % del PIB para 2016 y en el 1,4 % del PIB para 2017. En concreto, el tono de la política fiscal, medido por la variación del saldo de las AAPP ajustado por el efecto del ciclo económico (véase recuadro 6 para las estimaciones de la brecha de producción), fue de signo expansivo en 2015 (-0,7 pp del PIB) y se espera que pase a ser neutral en el horizonte de proyección.

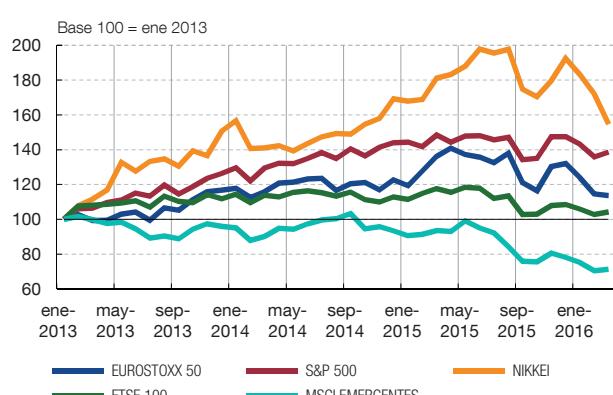
2.1 Entorno exterior del área del euro

Durante los últimos tres meses, el escenario económico internacional se caracterizó por el ritmo moderado de avance de la actividad global y por el retorno de las turbulencias a los mercados financieros. De hecho, en las primeras semanas del año los mercados experimentaron importantes pérdidas, que se recuperaron, en parte, desde mediados de febrero, sin que estas oscilaciones de las variables financieras tuvieran un correlato cercano con la evolución más estable de los indicadores económicos. En efecto, la actividad en las economías avanzadas de fuera del área del euro perdió algo de dinamismo a finales de 2015, lo que se interpretó como un desarrollo transitorio, dados el mantenimiento de una sólida recuperación de los mercados laborales y la mejora en la evolución de los indicadores de alta frecuencia de Estados Unidos en el primer trimestre. En las economías emergentes, continuó la desaceleración gradual de China, pero se confirmó el sostenimiento del crecimiento en Asia emergente y en Europa Central y del Este. En América Latina, los comportamientos fueron heterogéneos, destacando la profundización de la recesión en Brasil en la parte final de 2015, por un lado, y la mejor evolución de México y de Perú, por otro. En este contexto, las tasas de inflación se mantuvieron en niveles muy reducidos en los países desarrollados, con aumentos del componente subyacente, y se mantuvieron o profundizaron las políticas monetarias de corte expansivo. En algunas economías emergentes, las tasas de inflación aumentaron significativamente como consecuencia de las depreciaciones de sus monedas, con lo que algunos bancos centrales (en particular, latinoamericanos) subieron los tipos de interés oficiales durante el trimestre.

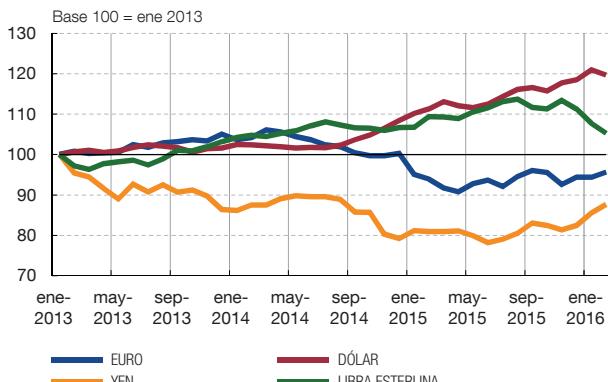
La evolución de los mercados financieros durante el primer trimestre de 2016 fue relativamente más desfavorable en los países desarrollados que en los emergentes, si bien en ambos casos se registraron dos fases diferenciadas (véase gráfico 2). En la primera se registraron pérdidas generalizadas en los mercados bursátiles y aumentó notablemente la aversión al riesgo, por la incertidumbre en torno al crecimiento económico mundial, las dudas sobre la política cambiaria de China y la importante caída del precio del petróleo, que alcanzó mínimos desde 2003. A estos factores globales se unieron otros de carácter idiosincrásico y, en las economías avanzadas, las preocupaciones por la rentabilidad del sector bancario. A partir de mediados de febrero, el aumento del precio del petróleo —hasta sobrepasar, en el caso del barril de Brent, los 40 dólares, a raíz de los acuerdos alcanzados por algunos países productores de no incrementar la producción—, la estabilización de la cotización del yuan y la mejora de los datos coyunturales de Estados Unidos introdujeron un tono más positivo, de recuperación de las bolsas y de reducción de la volatilidad y de los diferenciales de tipos de la deuda más arriesgada. A pesar de ello, las bolsas de países desarrollados mantuvieron pérdidas en relación con el inicio del año, particularmente intensas para el índice japonés y los índices bancarios. Las bolsas en las economías emergentes, excepto en el caso de China, registraron ganancias y sus diferenciales soberanos se redujeron, excluyendo Europa emergente. En el mercado de deuda pública, cayeron las rentabilidades del bono soberano estadounidense a diez años, que cerró por debajo del 2 %, y del japonés, que culminó el trimestre con rentabilidades negativas. En los mercados cambiarios, el dólar se depreció frente al euro, frenando la tendencia observada en trimestres anteriores.

La desaceleración de la actividad en las economías avanzadas de fuera de la zona del euro en el cuarto trimestre de 2015 fue bastante generalizada (véase gráfico 3). En Estados Unidos, el crecimiento trimestral se situó en el 1,4 % anualizado, debido a la desaceleración del consumo privado y, sobre todo, de la inversión no residencial. Sin embargo,

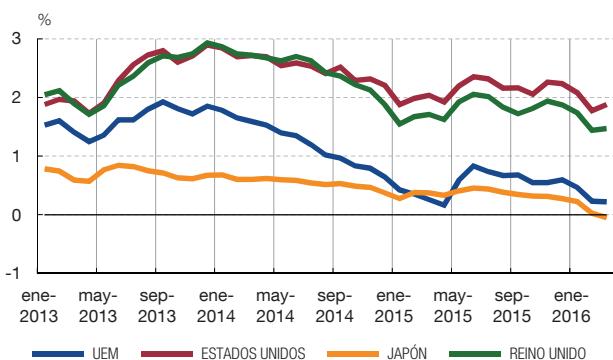
1 ÍNDICES BURSÁTILES



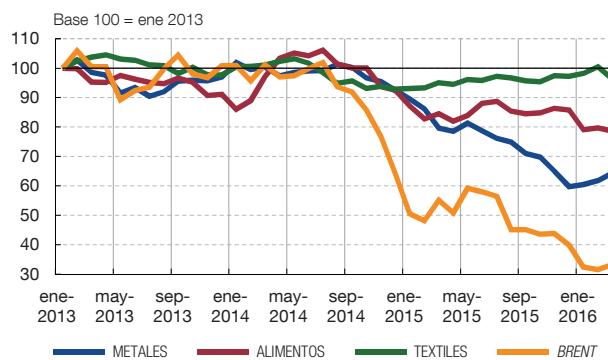
2 TIPOS DE CAMBIO EFECTIVOS REALES CON IPC FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



3 TIPO DE INTERÉS A LARGO PLAZO (a)



4 MATERIAS PRIMAS

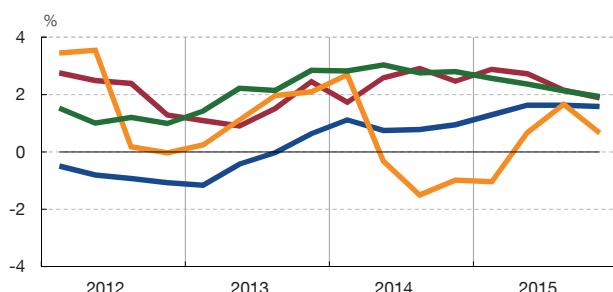


FUENTES: Datastream y Banco de España.

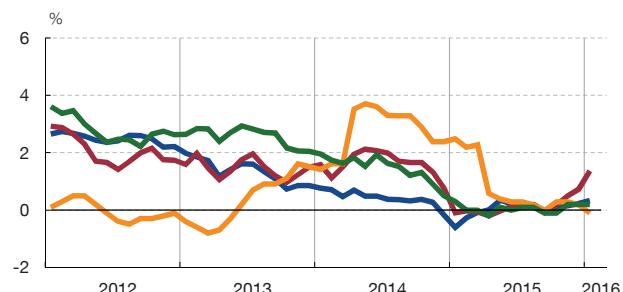
a) Rendimientos de la deuda pública a diez años.

los indicadores adelantados para el primer trimestre se han situado en línea con lo esperado. En Reino Unido, la actividad mostró una mayor resistencia (0,5 % intertrimestral), si bien la inversión residencial y el sector exterior contribuyeron negativamente al crecimiento. Los indicadores adelantados disponibles apuntan a un menor dinamismo de la actividad, en paralelo al incremento de la incertidumbre asociada al referéndum de junio sobre la permanencia del país en la Unión Europea. En Japón, el PIB del cuarto trimestre se situó en terreno contractivo (-1,1 % intertrimestral anualizado) y los indicadores de alta frecuencia de enero mostraron señales pesimistas. Las tasas de inflación, subyacentes y generales, se mantuvieron en niveles muy reducidos en estas economías, si bien evolucionaron de manera heterogénea. En Estados Unidos sorprendió al alza, situándose la tasa subyacente en el 2,3 % en términos interanuales en febrero, se mantuvo en Reino Unido (en el 1,2 %) y aumentó en Japón (hasta el 0,8 %). Por su parte, los salarios nominales continuaron creciendo a tasas moderadas, a pesar de la fortaleza mostrada por los mercados laborales (véase recuadro 3). En este contexto, los bancos centrales mantuvieron o ampliaron el tono expansivo de sus políticas monetarias. La Reserva Federal mantuvo los tipos de interés y mostró un sesgo más acomodaticio que en el trimestre anterior, debido a la preocupación por el impacto de los acontecimientos internacionales en la economía estadounidense. En esta línea, tanto los mercados como los miembros del Comité de Política Monetaria revisaron notablemente a la baja sus expectativas de subidas del tipo de interés oficial. El Banco de Inglaterra mantuvo sin

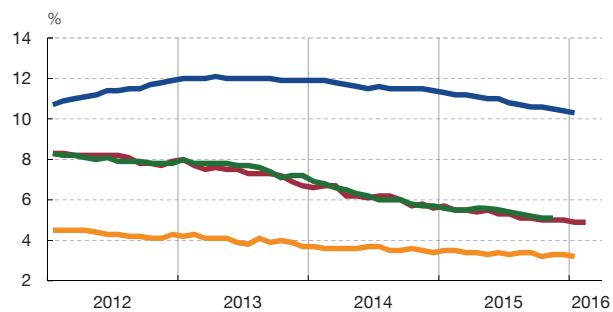
1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual



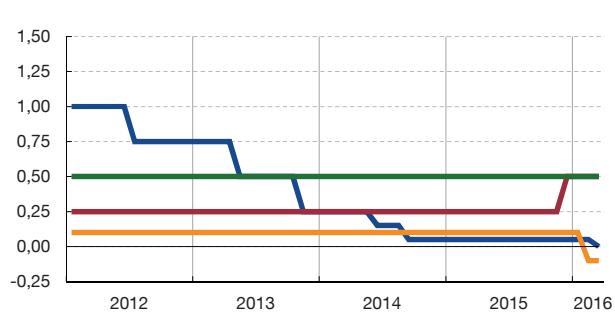
2 INFLACIÓN
Tasa interanual



3 TASA DE PARO (a)



4 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



FUENTES: Datastream y Banco de España.

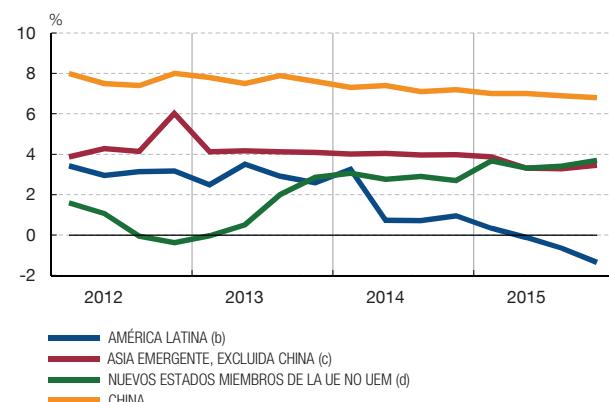
a Porcentaje de la población activa.

cambios los tipos de interés y el programa de adquisición de activos, incorporando novedades con herramientas macroprudenciales. El Banco de Japón introdujo una política de tipos de interés negativos, manteniendo sin cambios los programas de compras de activos, mientras que retrasó el logro del objetivo de inflación hasta la segunda mitad de 2017.

Entre las economías emergentes, China concentró la mayor parte de la atención, por el proceso de reformas que está abordando (véase gráfico 4). El PIB se desaceleró moderadamente en el último tramo de 2015 (6,8 % interanual), en línea con lo previsto, y los indicadores de alta frecuencia disponibles para el primer trimestre de 2016 siguen mostrando señales de debilidad, especialmente en los ámbitos de las manufacturas y de las exportaciones. La tasa de inflación aumentó a lo largo del trimestre (2,3 % interanual), si bien se mantuvo por debajo del objetivo oficial (3 %). En este contexto, las autoridades monetarias redujeron el coeficiente de reservas en 50 puntos básicos (pb) en febrero.

En América Latina, los datos del PIB del cuarto trimestre reflejaron la intensidad de la recesión en Brasil (-1,4 % intertrimestral), con un fuerte ajuste de la demanda interna que no pudo ser compensado por el avance de las exportaciones. En Argentina, Chile, México, Colombia y Perú, sin embargo, el crecimiento del PIB aumentó en 2015, hasta tasas de entre el 2,1 % y el 3,3 %, a pesar de que la actividad tendió a debilitarse en el cuarto trimestre. En Venezuela, el PIB cayó con intensidad en 2015 (-5,7 %). La inflación moderó, en general, su senda ascendente en el trimestre, alcanzando el 7,1 % en enero en los

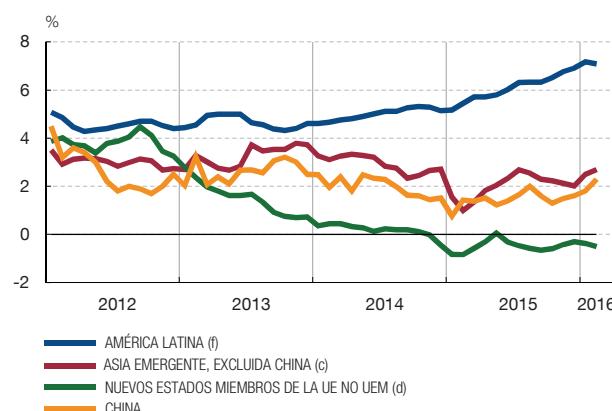
1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasa interanual



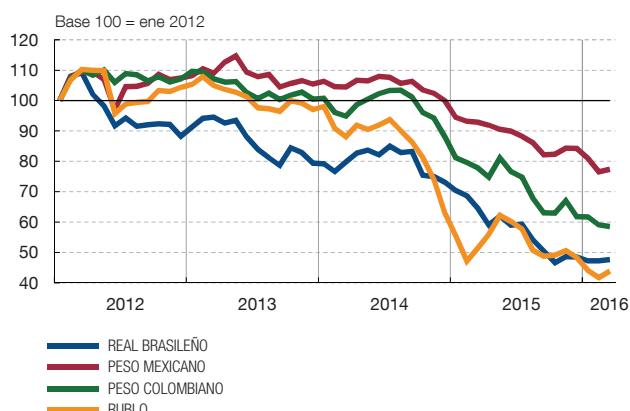
2 DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS FRENTE AL DÓLAR (e)



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 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.

países con objetivos de inflación. En este contexto, el Banco de México incrementó de forma inesperada el tipo de interés oficial en 50 pb, mientras que los bancos centrales de Colombia y de Perú elevaron sus tasas en 75 pb y 50 pb, respectivamente, durante el trimestre. En Colombia, México y Chile se anunciaron paquetes de ajuste fiscal ante el bajo precio de las materias primas.

En otras regiones emergentes, cabe destacar que en Asia emergente (excluida China) la actividad económica se desaceleró ligeramente en el cuarto trimestre (5,6 %), debido a la evolución de India, que, aun así, registró un avance del 7,3 % interanual, mientras que la inflación repuntó ligeramente en varias de estas economías. En los nuevos Estados miembros de la UE no pertenecientes al área del euro, el crecimiento se mantuvo robusto, con un ritmo intertrimestral del 0,9 %, mientras que la inflación continuó en terreno negativo (-0,2 % interanual en enero).

2.2 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo

En el área del euro, la recuperación económica ha perdido cierto vigor en la última parte de 2015 y principios de 2016. En un contexto marcado por la incertidumbre sobre la evolución de las economías emergentes, la debilidad del comercio mundial y diversos episodios de inestabilidad financiera, el crecimiento del área ha continuado apoyándose en el consumo privado y, en los meses más recientes, en el público, mientras que las exportaciones han perdido dinamismo y la inversión productiva no termina de despegar. A principios de marzo, el ejercicio de proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE constató que la aceleración de la actividad económica proyectada meses atrás no se materializará a lo largo de este año. Así, la expectativa de crecimiento para el conjunto del año se revisó a la baja en 0,3 pp, hasta el 1,4 %. Más a medio plazo, el ejercicio sigue anticipando la continuidad de ritmos de crecimiento del PIB relativamente modestos a lo largo de todo el horizonte de proyección, hasta 2018.

En los mercados financieros, las preocupaciones sobre la disminución del ritmo de crecimiento en las economías emergentes y sus potenciales efectos en las economías desarrolladas, que cuentan con escaso margen de respuesta de política económica, dieron lugar a nuevos episodios de volatilidad y de *huida hacia la calidad* en los primeros meses de 2016. El incremento de la aversión al riesgo propició una corrección de los precios de los activos percibidos como menos seguros, que afectó, entre otros, a las bolsas y, en particular, a las cotizaciones de los bancos del área del euro, lastrados por recelos sobre la calidad del activo en algunas jurisdicciones, la incertidumbre acerca de los efectos de algunos elementos regulatorios introducidos recientemente y la baja rentabilidad del sector. Laquietud se extendió también a la deuda soberana de países con peor calificación crediticia, como Portugal. Estos movimientos, junto con la apreciación del tipo de cambio efectivo nominal del euro a la que dio lugar la ralentización esperada del proceso de normalización de los tipos de interés en Estados Unidos, implicaron un deterioro de las condiciones financieras del área.

Por su parte, la evolución de la inflación continuó sorprendiendo a la baja. Las sorpresas negativas, que afectaron muy especialmente al componente energético, se extendieron en esta ocasión a los componentes menos volátiles del IAPC. Así, este índice volvió a tasas negativas en febrero (-0,2 %), al tiempo que la inflación subyacente ralentizó su ritmo en dos décimas (hasta el 0,8 %) y los indicadores de expectativas de inflación a medio y largo plazo se deslizaron hacia mínimos históricos. También el BCE recortó significativamente en marzo sus proyecciones de inflación en todo el horizonte del ejercicio hasta niveles netamente alejados de la referencia del 2 %: 0,1 %, 1,3 % y 1,6 % en 2016, 2017 y 2018, respectivamente.

A la vista de los riesgos crecientes de incumplimiento del objetivo de estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno del BCE decidió intensificar el tono expansivo de la política monetaria en su reunión del 10 de marzo. Con esta finalidad, el Consejo aprobó un conjunto extenso de medidas, que incluyó recortes de los tipos de interés oficiales, una ampliación, que se suma a la acordada en diciembre, del Programa de Compra de Activos y un nuevo programa de financiación bancaria a largo plazo (TLTRO II). El paquete de actuaciones, que se detalla en el recuadro 4, deberá contribuir a relajar en mayor medida las condiciones financieras y a estimular la oferta de crédito, con el objetivo último de acelerar la vuelta de la inflación a tasas más compatibles con el objetivo de medio plazo de la política monetaria.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA

Según la Contabilidad Nacional, el PIB del área del euro avanzó un 0,3 % en el cuarto trimestre de 2015, el mismo ritmo que en el trimestre anterior (véase cuadro 2), de modo

	2014			2015			2016
	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Contabilidad Nacional (tasa intertrimestral)							
Producto interior bruto	0,1	0,3	0,4	0,6	0,4	0,3	0,3
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)							
Demanda interna, excluidas existencias	0,0	0,4	0,4	0,6	0,3	0,4	0,5
Variación de existencias	0,0	-0,2	-0,1	0,2	-0,2	0,3	0,1
Demanda exterior neta	0,0	0,1	0,1	-0,2	0,4	-0,3	-0,3
Otros indicadores							
Tasa de paro	11,6	11,5	11,5	11,2	11,0	10,7	10,5
IAPC (tasa interanual)	0,5	0,3	-0,2	-0,1	0,2	-0,1	0,2
IPSEBENE (tasa interanual)	0,9	0,8	0,7	0,6	0,8	0,8	0,8

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

a Información disponible hasta el 31 de marzo de 2016.

que el crecimiento en el conjunto del año se situó en el 1,5 %. Por componentes, el avance del producto en el tramo final del año se sustentó en la aceleración del consumo público, impulsado por el gasto asociado a la acogida de refugiados en algunos países, y de la formación bruta de capital fijo, debido al avance de la inversión en construcción ante la favorable climatología. Por el contrario, las exportaciones mantuvieron ritmos de crecimiento moderados y el consumo privado disminuyó su dinamismo, destacando especialmente la desaceleración observada en el caso de Francia como consecuencia de los atentados terroristas de París en noviembre. Por países, la desaceleración de la actividad económica tuvo carácter generalizado, si bien persistió cierta heterogeneidad. Así, Alemania y Francia crecieron un 0,3 %, mientras que Italia volvió a moderar su crecimiento, hasta el 0,1 %.

La información coyuntural correspondiente al primer trimestre de 2016 apunta, en general, a una continuación de la recuperación económica, aunque a ritmos todavía moderados (véase gráfico 5). Así, las ventas del comercio minorista, que habían mostrado una fortaleza sostenida en los últimos meses de 2015, aminoraron su crecimiento en enero, en consonancia con el retroceso experimentado por los indicadores de confianza del sector y de los consumidores en los dos primeros meses del año. En el caso de la inversión, el grado de utilización de la capacidad productiva avanzó ligeramente en este trimestre, pero empeoró la valoración de la cartera de pedidos de las empresas, de los destinados tanto al mercado interior como a la exportación.

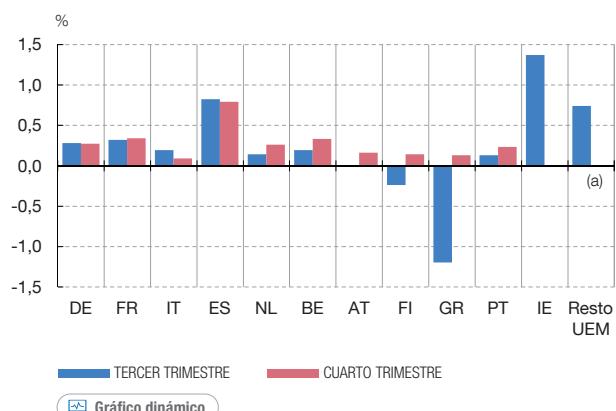
Por el lado de la oferta, tanto los indicadores de confianza empresarial elaborados por la CE como las encuestas realizadas a los directores de compras mostraron sendos retrocesos en la industria y en los servicios en el conjunto del primer trimestre. Sin embargo, la producción industrial, si bien es un indicador sujeto a mucha volatilidad, repuntó en enero, tras la debilidad de los últimos meses de 2015. Por su parte, la tasa de paro descendió hasta el 10,3 %, aunque las expectativas de creación de empleo que se desprenden de las encuestas de la CE empeoraron en todas las ramas de actividad, con la excepción de los servicios.

En conjunto, el riesgo de que se posponga a corto plazo la esperada aceleración de la actividad en el área ha aumentado en los últimos meses, debido a la incidencia de un conjunto

1 PRODUCCIÓN Y EMPLEO
Tasa interanual



2 PIB POR PAÍSES
Tasa intertrimestral



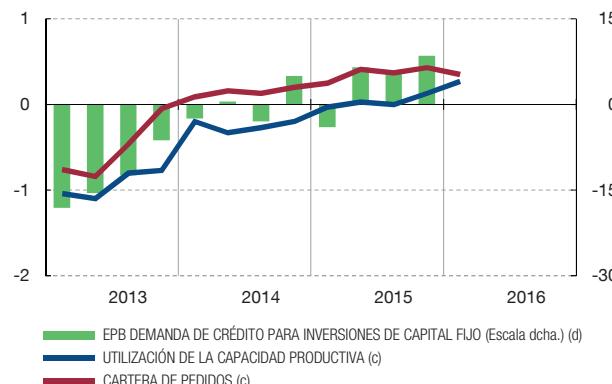
3 INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL Y SERVICIOS



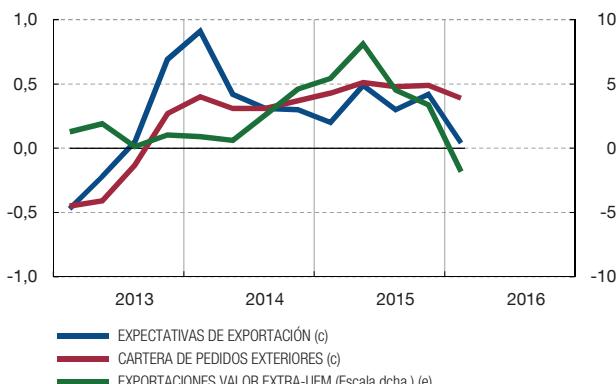
4 INDICADORES DE CONSUMO



5 INDICADORES DE INVERSIÓN



6 INDICADORES DE EXPORTACIONES



FUENTES: Eurostat, Markit Economics y Banco de España.

- a Dato no disponible para el cuarto trimestre.
- b Tasas interanuales, calculadas sobre la media móvil trimestral sin centrar de la serie ajustada de estacionalidad.
- c Series normalizadas para el período representado.
- d Encuesta sobre Préstamos Bancarios. Indicador = porcentaje de entidades que señalan un 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

	2016		2017	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Banco Central Europeo (marzo de 2016)	1,4	0,1	1,7	1,3
Comisión Europea (febrero de 2016)	1,7	0,5	1,9	1,5
Fondo Monetario Internacional (enero de 2016)	1,7	—	1,7	—
OCDE (febrero de 2016)	1,4	—	1,7	—
<i>Consensus Forecast</i> (marzo de 2016)	1,5	0,3	1,6	1,4
Eurobarómetro (marzo de 2016)	1,6	0,3	1,7	1,4

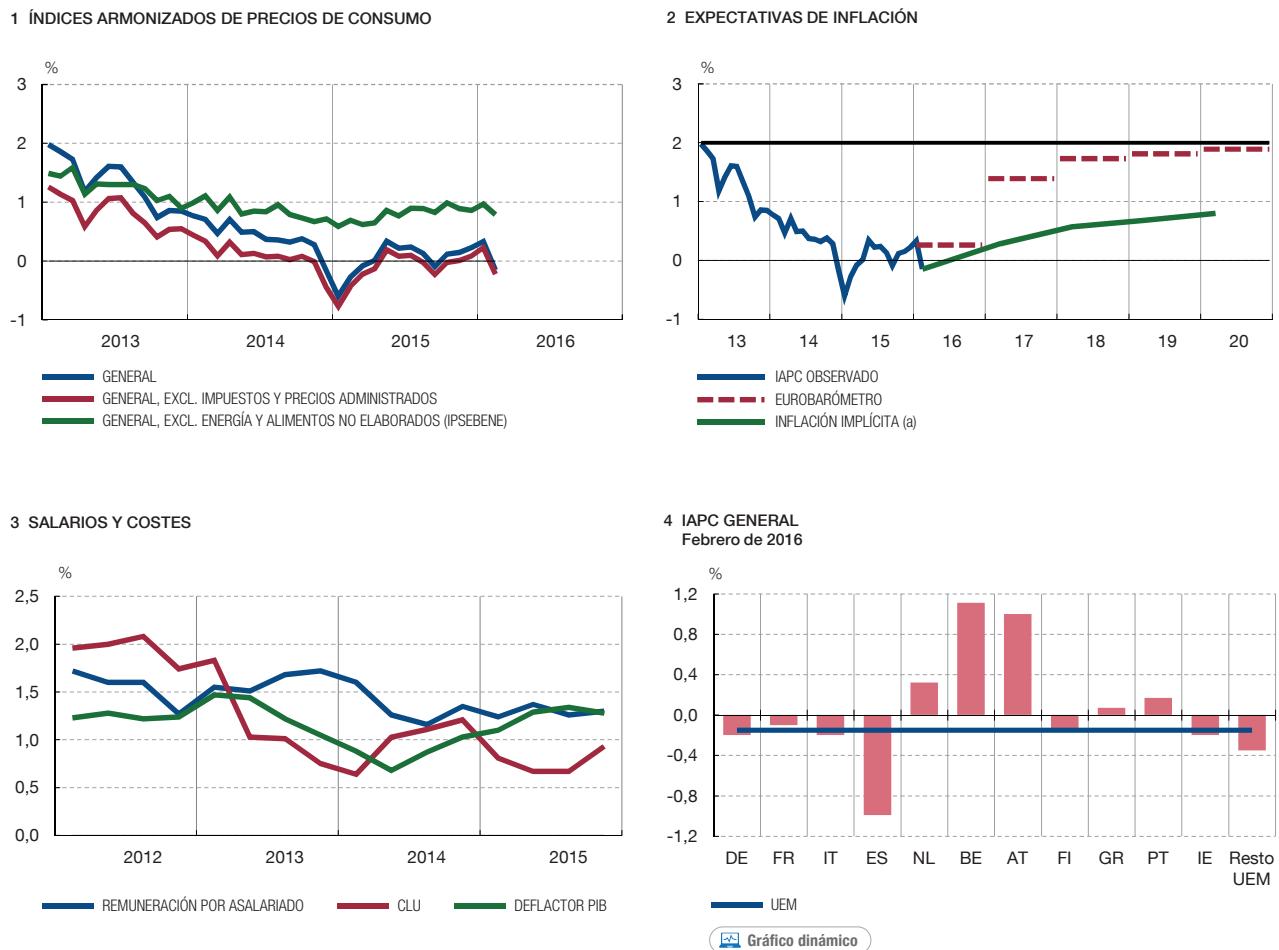
FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea, *Consensus Forecast*, Fondo Monetario Internacional, MJ Economics y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

de factores adversos, entre los que destacan el deterioro de las expectativas de crecimiento global y la debilidad del comercio internacional, la volatilidad de los mercados financieros y la creciente incertidumbre de naturaleza geopolítica. Así, la mayoría de las previsiones publicadas por organismos internacionales y analistas privados en las últimas semanas han revisado a la baja las expectativas de crecimiento del área (véase cuadro 3), que, no obstante, mantienen un perfil de progresiva aceleración. Entre las más recientes, las proyecciones publicadas por el BCE, que incluyen solo parcialmente el efecto de las medidas de política monetaria adoptadas en marzo, situaron el crecimiento del PIB en el 1,4 %, 1,7 % y 1,8 % en 2016, 2017 y 2018, respectivamente.

En el terreno de los precios, a medio plazo, la persistencia de una elevada brecha de producción y el avance moderado de los salarios sugieren una recuperación muy gradual de la inflación para el conjunto del área, según evidencian los indicadores de expectativas de inflación (véase gráfico 6). Este es, de hecho, el escenario central que recogen las previsiones más reciente del BCE, que anticipan valores muy modestos de la inflación en todo el horizonte de proyección: 0,1 % en 2016, 1,3 % en 2017 y 1,6 % en 2018. El conjunto de actuaciones aprobadas por el Consejo de Gobierno del BCE a principios de marzo deberá contribuir a una relajación adicional de las condiciones financieras, apuntalar la recuperación económica del área y acelerar, por tanto, la vuelta de la inflación a tasas compatibles con el objetivo de medio plazo de la política monetaria.

En otros ámbitos de la política económica, el Eurogrupo publicó, tras su reunión del 7 de marzo, una evaluación de las perspectivas presupuestarias para 2016 a la luz de las últimas predicciones macroeconómicas publicadas por la CE. Según esta información, el déficit presupuestario de las AAPP del área del euro continúa moderándose, debido en buena medida al crecimiento de la actividad económica, la reducción del desempleo y los menores pagos por intereses de la deuda. En términos estructurales, el tono de la política fiscal del conjunto del área se mantiene prácticamente neutro, si bien se juzga que es algo más expansivo que lo previsto en otoño. El Eurogrupo alertó de que siete países del área del euro presentan riesgos de incumplimiento de los compromisos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Entre estos se hallan España y Portugal, ambos actualmente en el componente correctivo del Pacto, que según la CE deberán implementar medidas adicionales para asegurar la corrección del déficit excesivo en el plazo acordado.

En el ámbito de los desequilibrios macroeconómicos, la CE publicó los resultados de los exámenes en profundidad (*in-depth reviews*) realizados a los países de la UE. A pesar de una cierta mejora general, los exámenes constatan la existencia de desequilibrios en doce países, que deberán mantener los esfuerzos para reducir la deuda pública y privada,



FUENTES: Eurostat, Reuters y Banco Central Europeo.

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

Descargar

aumentar la eficiencia de sus mercados laborales, garantizar la sostenibilidad de los sistemas de seguridad social y mejorar el entorno empresarial. Entre los países del área del euro, la CE calificó los desequilibrios existentes como excesivos en Italia, Francia y Portugal, aunque no inició el correspondiente procedimiento en ninguno de los casos.

Por último, el 31 de marzo está previsto que Chipre, siguiendo los pasos de Irlanda y de Portugal, concluya su programa de asistencia sin necesidad de apoyo financiero adicional.

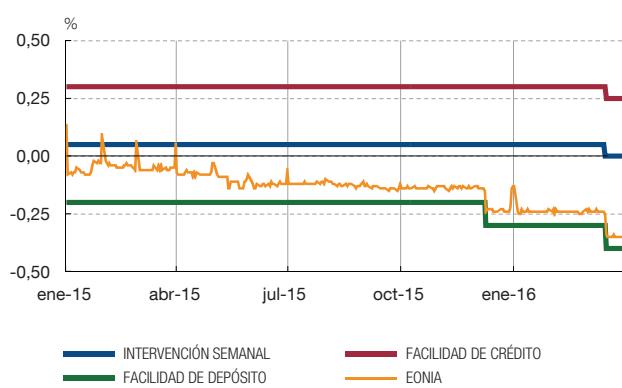
EVOLUCIÓN FINANCIERA Y POLÍTICA MONETARIA

En un contexto de escaso margen de maniobra de las políticas económicas, la incertidumbre creciente sobre el menor crecimiento global y sus potenciales repercusiones sobre las economías desarrolladas dio lugar a nuevos episodios de volatilidad y *huida* hacia activos percibidos como seguros, que afectaron a los mercados financieros en los primeros meses de 2016 (véase gráfico 7). El incremento de la aversión al riesgo propició una intensa corrección de las cotizaciones bursátiles, que incidió con especial intensidad en los bancos del área del euro, lastreados por preocupaciones sobre la calidad de su activo, algunas incertidumbres sobre elementos específicos de las regulaciones que han entrado en vigor recientemente y, en general, las pobres perspectivas de rentabilidad del negocio bancario. También se vio afectada de forma particular la deuda soberana de países de peor calificación

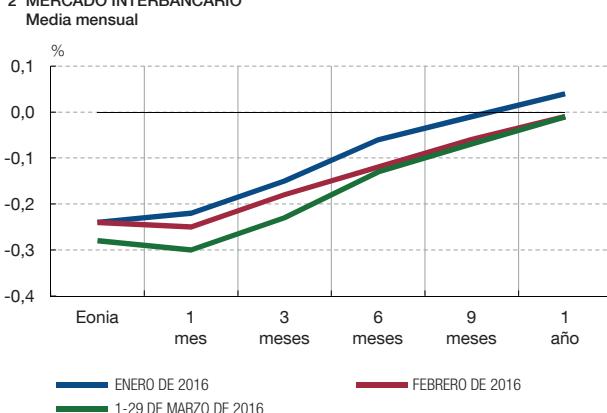
TIPOS DE INTERÉS OFICIALES Y CONDICIONES FINANCIERAS

GRÁFICO 7

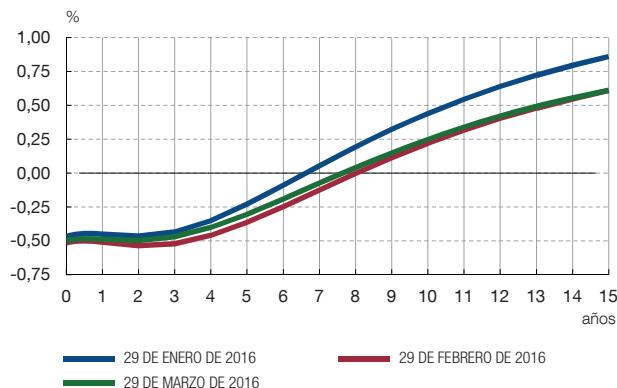
1 EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



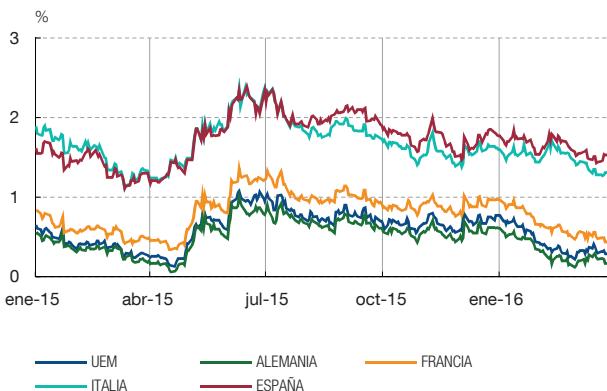
2 MERCADO INTERBANCARIO



3 CURVA CUPÓN CERO (a)



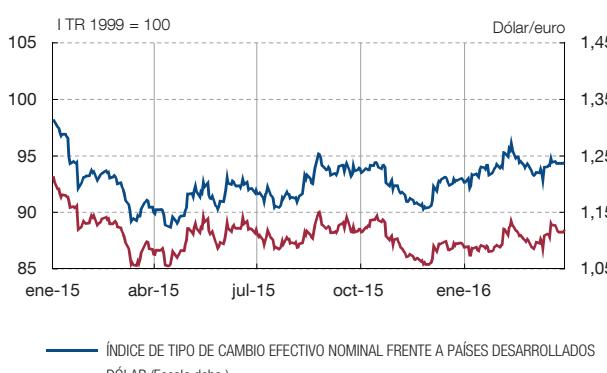
4 RENTABILIDAD DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



5 ÍNDICE EUROSTOXX 50 Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA



6 TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL EURO

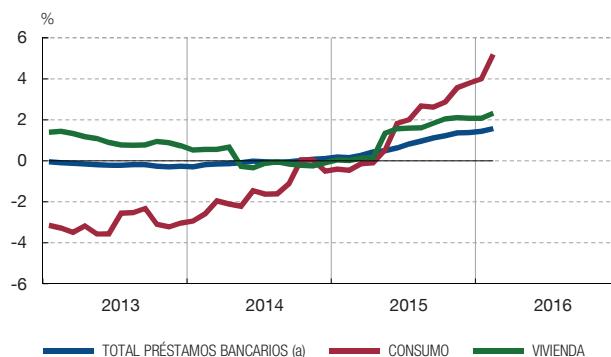


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

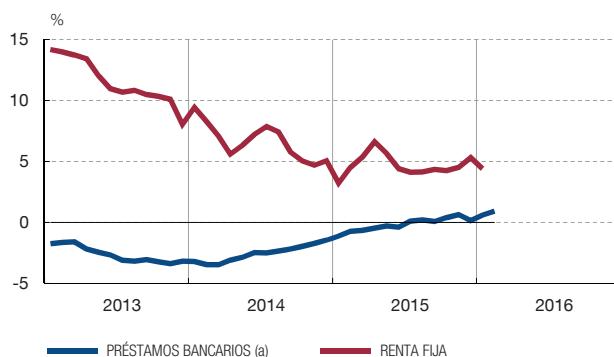
a Estimación realizada por el Banco Central Europeo con datos del mercado de swaps.

crediticia, como Portugal. Por su parte, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se apreció, impulsado por la percepción de que el ciclo de subidas de tipos oficiales en Estados Unidos puede retrasarse respecto a lo anticipado hace solo unos meses. Todo ello propició un deterioro significativo de las condiciones financieras del área del euro, que solo se interrumpió a raíz de que los mercados comenzaran a anticipar el amplio paquete de medidas de estímulo monetario que el Consejo de Gobierno del BCE adoptaría finalmente en su reunión de principios de marzo (véase recuadro 4).

1 HOGARES
Tasas de variación interanual



2 SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanual



FUENTE: Banco Central Europeo.

a Ajustados de titulización y otras transferencias.

Descargar

Durante el trimestre, los mercados de deuda pública vieron recortadas las rentabilidades negociadas, con la excepción de las correspondientes a la deuda pública de Grecia y de Portugal. La rentabilidad del bono alemán a diez años se redujo hasta alcanzar el 0,1 % a la fecha de cierre de este Boletín, algo más de 45 pb por debajo de los valores registrados a finales de 2015. El diferencial con respecto a la deuda americana se amplió en el tramo final del trimestre hasta los 173 pb.

Por su parte, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se apreció un 1,5 % en relación con los niveles registrados al cierre de 2015 (véase gráfico 7). El euro se fortaleció un 2,8 % frente al dólar, cotizando en el entorno de los 1,12 dólares/euro en el tramo final del trimestre. Desde finales del pasado año, el euro se ha apreciado un 6,9 % frente a la libra, un 3,2 % frente al yuan y un 0,7 % frente al franco suizo, aunque ha retrocedido un 3 % frente al yen.

En los mercados bursátiles se produjo un aumento de la volatilidad a comienzos del año, y, a la fecha de cierre de este Boletín, el índice EUROSTOXX 50 acumulaba una caída del 8 % desde principios de 2016, a pesar de la recuperación de las cotizaciones bursátiles observada desde mediados de febrero.

Por último, el crédito bancario al sector privado evolucionó de forma muy positiva, con una mejora general tanto por sectores como por países. Así, la tasa de variación interanual de los préstamos dirigidos a sociedades no financieros (ajustados de titulizaciones y otras transferencias) se incrementó en febrero tres décimas, hasta el 0,9 %, y el crecimiento de los préstamos se aceleró dos décimas, hasta el 1,6 % (véase gráfico 8). El agregado monetario amplio M3 mantuvo el mismo ritmo de avance, del 5 % interanual.

Uno de los aspectos de la actual fase de recuperación cíclica en Estados Unidos y Reino Unido que ha suscitado mayor atención es la moderación en el crecimiento de los salarios, incluso en un entorno en el que la tasa de paro se ha reducido sensiblemente. En este recuadro se analizan las posibles causas de este comportamiento, así como sus posibles implicaciones.

Como se puede apreciar en los gráficos 1 y 3, desde el inicio de la crisis los salarios nominales en ambos países han presentado un crecimiento inferior al registrado en ciclos de recuperación precedentes, teniendo en cuenta la reducción que ha experimentado la tasa de paro. Tomando como referencia los precios de producción, el crecimiento de los salarios reales ha sido aún más débil en ambas economías, con descensos en varios momentos desde

que se inició la crisis global. Solo desde finales de 2014, el salario real se ha incrementado a un ritmo similar al promedio de la etapa previa a la crisis. En gran parte, tras esta recuperación subyace un descenso de la inflación a escala global, influida por el retroceso de los precios de las materias primas, que se ha ido propagando a un buen número de economías avanzadas, incluidas las dos analizadas aquí.

Este comportamiento podría obedecer a varias razones, no siempre comunes a estas dos economías. Por un lado, puede reflejar que la tasa de paro ha dejado de ser un indicador suficiente del grado de holgura del mercado de trabajo. En particular, esta puede ser mayor cuando se tiene en cuenta el tipo de empleo creado (aumento del trabajo a tiempo parcial, con una proporción elevada

ESTADOS UNIDOS

Gráfico 1
SALARIOS Y TASA DE PARO EN PERÍODOS DE RECUPERACIÓN (a)

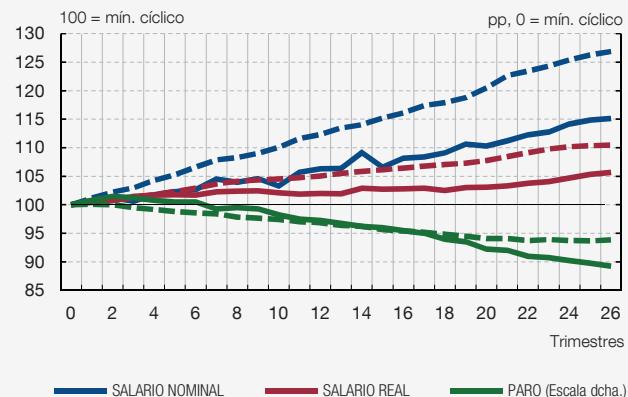
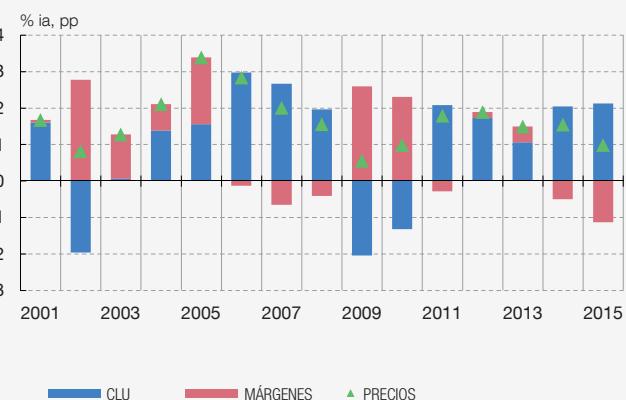


Gráfico 2
PRECIOS, COSTES LABORALES Y MARGEN EMPRESARIAL

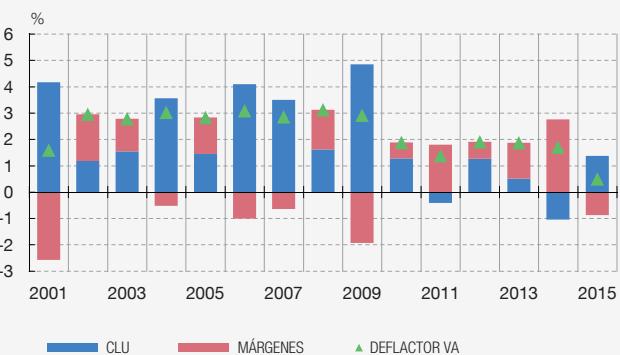


REINO UNIDO

Gráfico 3
SALARIOS Y TASA DE PARO EN PERÍODOS DE RECUPERACIÓN (a)



Gráfico 4
PRECIOS, COSTES LABORALES Y MARGEN EMPRESARIAL



FUENTES: Thomson-Reuters Datastream, Bureau of Labor Statistics y ONS.

a Las líneas continuas corresponden a la recuperación iniciada en el tercer trimestre de 2009. Las líneas discontinuas corresponden al promedio de las tres recuperaciones anteriores.

de trabajadores que desearían trabajar a tiempo completo, tanto en Estados Unidos como en Reino Unido) o el descenso de la tasa de participación (más relevante en Estados Unidos), que indicaría, en parte, un aumento cíclico de la fracción de trabajadores desanimados. El grado de holgura también podría ser mayor como consecuencia de la reducción de la tasa de paro de equilibrio. Sin embargo, los desplazamientos observados en la curva de Beveridge¹ en Estados Unidos durante la fase posterior a la crisis parecen rebatir esta posibilidad. Otra hipótesis apuntada por la Reserva Federal para explicar este fenómeno es la conocida como deflación salarial «embalsada», que señala que las dificultades para que los salarios nominales se reduzcan hacen que en las recesiones el grueso del ajuste recaiga sobre el empleo y, así, al iniciarse la recuperación también es el empleo el que aumenta, sin que los salarios suban². Alternativamente, también es posible que la menor presión ejercida sobre los salarios por el descenso de la tasa de paro, en comparación con períodos anteriores, esté relacionada con un reducido grado de rotación de un empleo a otro, en ambos países. También pueden existir efectos composición sectorial para explicar este fenómeno, si el empleo creado se ha materializado, principalmente, en sectores de menores niveles salariales que requieren una cualificación inferior; esta es una de las hipótesis que maneja el Banco de Inglaterra y que sería coherente con el también modesto aumento de la productividad del trabajo. Otro efecto composición se advierte en Estados Unidos, cuando por motivos cíclicos (trabajadores con bajos salarios contratados para desempeñar empleos a tiempo completo) y estructurales (jubilación de los *baby-boomers* con elevados salarios) los incrementos salariales agregados son reducidos³.

-
- 1 La curva de Beveridge recoge la relación que existe entre la tasa de paro de un país y la tasa de puestos de trabajo vacantes. Esta curva se desplaza ante distintas perturbaciones, entre ellas las que afectan a la tasa de paro estructural.
- 2 Obsérvese que este es el fenómeno contrario al *labor hoarding*, por el cual las empresas en situaciones de recesión prefieren retener a sus trabajadores ante las dificultades que pueden tener para contratarlos cuando las circunstancias mejoren.
- 3 M. Daly, B. Hobijn y B. Pyle (2016), «What's up with wage growth?», *FRBSF Economic Letter*, julio.

La debilidad de los salarios reales podría reflejar, también, la modesta evolución de la productividad del trabajo, que apenas ha crecido desde 2011, una vez que desapareció el efecto positivo sobre esta variable de la destrucción de puestos de trabajo entre 2009 y 2010. De hecho, varias de las explicaciones previas también implican menores ganancias de eficiencia productiva, pero pueden existir motivos adicionales. La productividad del trabajo depende positivamente de la intensidad del capital de la economía (relación capital-trabajo) y de la productividad total de los factores (PTF), que refleja factores como el cambio tecnológico, la calidad del capital humano, la eficiencia y la reasignación de recursos, entre otros. La detención o ralentización del descenso secular que venía mostrando el precio relativo del capital respecto al trabajo podría haber contribuido a un menor dinamismo de la inversión empresarial y, por tanto, al descenso de la ratio capital-trabajo. Además, el bajo crecimiento de la PTF tras la crisis podría señalar el agotamiento de la etapa ligada a la implantación de avances en las tecnologías de la información y las telecomunicaciones (TIC) en amplios sectores de la economía sin que se haya producido la incorporación de una nueva ola de avances tecnológicos a la actividad económica. Con todo, en los años posteriores a la crisis los salarios reales crecieron menos que la productividad, implicando una reducción de los costes laborales unitarios reales y presiones a la baja sobre la inflación.

No obstante, en los trimestres más recientes se ha observado una recuperación del salario real en Reino Unido y, sobre todo, en Estados Unidos, que no se ha visto acompañada de un incremento comparable de la productividad. Ello se ha traducido en una cierta compresión de los márgenes empresariales en ambas economías, especialmente en 2015 (véanse los gráficos 2 y 4, que aproximan los márgenes por el diferencial de crecimiento entre el deflactor del valor añadido y el coste laboral unitario). Resulta difícil calibrar la naturaleza más o menos transitoria de esta situación, pero podría ocurrir que las empresas intenten recuperar el estrechamiento de márgenes que han registrado. Este proceso de reversión puede producirse por diferentes vías, incluyendo un incremento de los precios de los productos, un recorte del empleo que dé lugar a incrementos de la productividad o un mayor grado de moderación salarial.

Como se ha comentado en el texto principal, la constatación de riesgos crecientes de incumplimiento del objetivo de estabilidad de precios condujo al Consejo de Gobierno del BCE a reconsiderar, en su reunión del 10 de marzo, el tono de la política monetaria y a adoptar un conjunto amplio de actuaciones en este sentido. Los acuerdos adoptados son de tres tipos. En primer lugar, el Consejo decidió reducir los tipos de interés oficiales. En segundo, se amplió el Programa de Compra de Activos en varias dimensiones. Y, en tercer lugar, se aprobaron nuevas operaciones de financiación a largo plazo para las entidades bancarias con la intención de reforzar la transmisión de la política monetaria a través del canal crediticio. Considerado en su conjunto, el paquete de medidas —que tendrá efectos sobre el tamaño y la composición del balance del BCE— supone un estímulo monetario adicional significativo.

En relación con los tipos de interés oficiales, el Consejo de Gobierno decidió reducir el tipo de la facilidad de depósito en 10 pb, situándolo en el -0,40 %, y en 5 pb el de las operaciones principales de financiación y el de la facilidad de crédito, hasta el 0 % y el 0,25 %, respectivamente. Además, el Consejo indicó que los tipos de interés oficiales se mantendrán en los niveles actuales, o en niveles inferiores, durante un tiempo prolongado, más allá del horizonte de las adquisiciones previstas bajo el Programa de Compra de Activos. En una situación de exceso de liquidez como la actual, la disminución del tipo de interés de la facilidad de depósito tiene un efecto directo inmediato sobre las rentabilidades de los mercados monetarios, que se sitúan en registros negativos en prácticamente todos sus plazos.

Con respecto al Programa de Compra de Activos, el Consejo de Gobierno lo amplió en varias dimensiones. En primer lugar, se incremen-

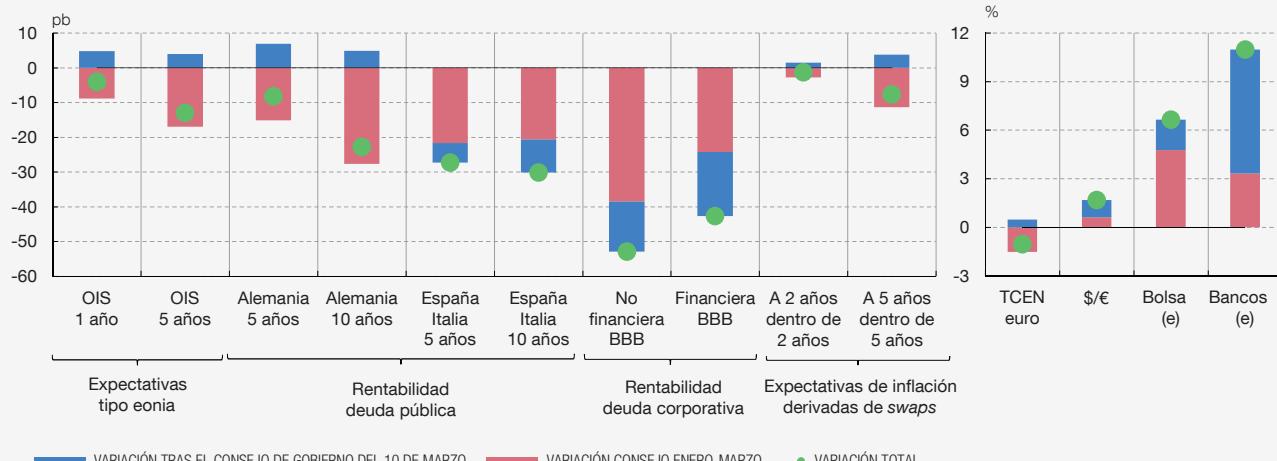
Cuadro 1
PROGRAMAS DE COMPRAS DE ACTIVOS DEL BCE

	CBPP3	ABSPP	PSPP	CSPP
Tipo de valores	Covered bonds (a)	Titulizaciones simples	Valores públicos (b)	Bonos corporativos no bancarios
Mercado	Primario/secundario	Secundario	Primario/secundario	
Inicio	oct-14	dic-14	mar-15	abr-16
Fin	Al menos, hasta marzo de 2017 (extendido en diciembre de 2015)			
Volumen adquirido (29-feb-16)	158,3 mm	18,57 mm	597,5 mm	—
Cuantía	60 mm de euros mensuales desde marzo de 2015 a marzo de 2016, 80 mm a partir de abril de 2016			

Gráfico 1
BALANCE DEL EUROSISTEMA (c)



Gráfico 2
EVOLUCIÓN RECENTE DE ALGUNAS VARIABLES FINANCIERAS (d)



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

- a Emisiones de renta fija del tipo de las cédulas hipotecarias en España.
- b Valores públicos emitidos por Administraciones Centrales, agencias e instituciones internacionales establecidas en la zona del euro, y Administraciones Regionales y Locales dentro la zona del euro.
- c Para la extrapolación, el último valor observado del balance se incrementa mensualmente considerando adquisiciones de valores bajo el Programa de Compra de Activos y manteniendo el ritmo observado de reducción de la cartera de valores de los programas inactivos (SMP, CBPP y CBPP2).
- d La barra roja refleja la variación entre el 20 de enero y el 9 de marzo, mientras que la barra azul recoge la variación entre el 9 y el 11 de marzo.
- e «Bolsa» corresponde al índice EUROSTOXX y «Bancos» hace referencia al EUROSTOXX específico para bancos.

ta, a partir de abril, el ritmo de compras mensuales hasta los 80 mm de euros, desde los 60 mm actuales. Esto supone añadir 240 mm de euros a la liquidez que estaba prevista inyectar hasta marzo de 2017, de manera que, durante la vigencia mínima de dos años del Programa, las compras habrán ascendido a un total a 1.740 mm de euros (cerca del 17% del PIB de la UEM) (véase gráfico 1). Se ajustaron también algunos parámetros adicionales del diseño del Programa para garantizar su correcto funcionamiento, como el límite por emisor y por emisión en las compras de valores emitidos por organismos internacionales y bancos multilaterales de desarrollo admitidos, que aumenta desde el 33% al 50%.

Además, las compras periódicas incluirán como activos elegibles del Programa los bonos del sector corporativo no bancario a través de un nuevo programa denominado «CSPP», por sus siglas en inglés. Este programa se pondrá en marcha a finales del segundo trimestre de 2016, añadiéndose a los otros tres programas en curso: CBPP3 y ABSPP, ambos introducidos en 2014, y dirigidos, respectivamente, a *covered bonds* (cédulas hipotecarias) y a titulizaciones simples y transparentes respaldadas por préstamos a empresas y familias; y PSPP, con el que desde marzo de 2015 se adquieren bonos de deuda pública (véase cuadro 1). El CSPP contribuirá a reducir el coste de las emisiones de bonos corporativos, reforzando los efectos del Programa sobre las condiciones financieras de la economía. En la medida en que empresas de mayor tamaño desplacen sus decisiones de financiación a los mercados de renta fija, también tendrá un efecto colateral sobre la oferta de préstamos bancarios disponible para las empresas de menor tamaño.

La vigencia mínima del Programa hasta marzo de 2017 se mantuvo inalterada, si bien el Consejo volvió a subrayar que la finalización estará condicionada a que considere que la inflación haya recuperado de forma sostenida una trayectoria compatible con la referencia de medio plazo del 2%.

Por último, el Consejo anunció una nueva serie de cuatro operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico de crecimiento del crédito, referidas como TLTRO II, que se celebrarán con periodicidad trimestral a partir de junio de 2016¹.

¹ El Consejo ha decidido introducir la posibilidad de un reembolso voluntario adicional para todas las TLTRO vivas en junio de 2016, para permitir el traslado de los fondos en las actuales TLTRO a las TLTRO II. Las dos

Todas las operaciones tendrán un plazo de vencimiento de cuatro años (esto es, junio de 2020 para la primera operación), con la posibilidad de reembolsos voluntarios de manera trimestral al cabo de dos años. El tipo de interés será fijo e igual al de las operaciones principales de financiación vigente en el momento de la adjudicación, y las entidades podrán solicitar hasta un 30% del valor de su cartera de préstamos elegibles a fecha de 31 de enero. Los préstamos computables serán, como en las TLTRO, los dirigidos al sector privado no financiero de la zona del euro, excluyendo los otorgados a hogares para la adquisición de vivienda. Sin embargo, las TLTRO II tendrán un esquema diferente de incentivos. Las entidades tendrán un valor de referencia para la senda futura de su cartera de préstamos computables, que se calculará, como en el caso de las TLTRO, diferenciando las entidades en proceso de desapalancamiento². No está prevista la amortización forzosa en caso de no alcanzar la referencia. En cambio, si los préstamos concedidos entre el 1 de febrero de 2016 y el 31 de enero de 2018 superan la referencia fijada, el tipo de interés aplicado a los fondos obtenidos a través de las TLTRO II se reducirá durante toda la vida de la operación, pudiendo llegar al tipo de la facilidad de depósito cuando se sobrepase en más de un 2,5%.

Desde el Consejo de Gobierno de enero, los mercados financieros tuvieron un comportamiento en su conjunto favorable, recogiendo en parte la anticipación de las medidas del BCE y la reacción al anuncio oficial (véase gráfico 2). Las caídas en los tipos de interés sitúan los costes de financiación en niveles muy reducidos, con segmentos amplios de la curva de tipos en terreno negativo. El grado de holgura adquirido por las condiciones de financiación y el mayor dinamismo del crédito deberán contribuir a apuntalar la recuperación económica en el área del euro y, de ese modo, a acelerar la vuelta progresiva de la inflación a tasas más compatibles con el objetivo de medio plazo de la política monetaria.

operaciones pendientes de TLTRO se llevarán a cabo en marzo de 2016 y en junio de 2016, como estaba previsto. El saldo actual en las TLTRO es de unos 430 mm de euros.

² Concretamente, para las entidades que registraron una financiación neta computable positiva en el período de 12 meses hasta el 31 de enero de 2016, el valor de referencia para la financiación neta será cero. Para las entidades que registraron una financiación neta computable negativa, el valor de referencia será igual a la financiación neta computable en ese período.

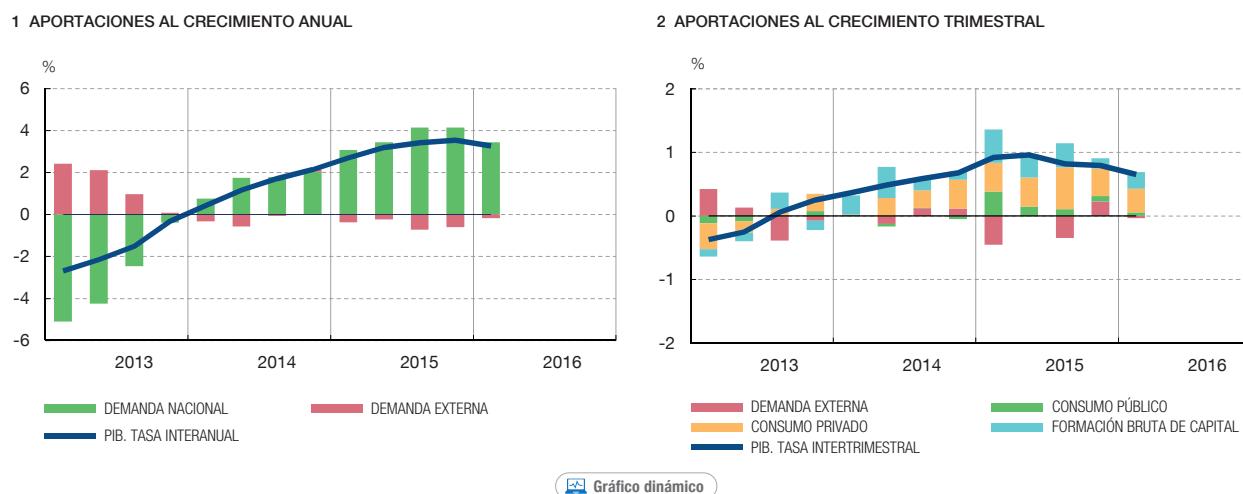
El crecimiento intertrimestral del PIB en el cuarto trimestre de 2015 fue del 0,8 %, tasa que coincide con la observada en el tercero (véase gráfico 9). Con ello, el año se cerró con un avance del producto del 3,2 %, apoyado en un aumento de la demanda nacional del 3,7 %, mientras que la demanda exterior neta ejerció una aportación negativa de 0,5 pp. El empleo registró un crecimiento elevado, del 3 %, de modo que la productividad aparente del trabajo apenas creció 2 décimas. La fortaleza de la demanda nacional, con su consiguiente impacto expansivo sobre las importaciones, no impidió que la capacidad de financiación de la nación se ampliara hasta el 2,1 % del PIB, lo que se vio favorecido por la repercusión de la caída del precio del petróleo sobre la factura energética, así como por el efecto favorable del retroceso de los costes de financiación sobre el déficit de la balanza de rentas. En el ámbito de las finanzas públicas, el déficit de las Administraciones Públicas del pasado ejercicio fue del 5,2 % del PIB, de modo que se produjo una desviación de 1 pp con respecto al objetivo oficial del 4,2 % del PIB. Por su parte, la ratio de deuda pública sobre PIB se situó en el 99,2 %, ligeramente por debajo de la registrada en 2014 (99,3 %).

En el trimestre final del año pasado, el ritmo de avance de la demanda interna continuó siendo elevado, si bien experimentó una cierta moderación con relación al trimestre precedente. En concreto, el consumo privado se ralentizó en cuatro décimas en el período octubre-diciembre hasta el 0,7 %, a pesar del impulso sobre las rentas de los hogares procedente de la nueva bajada de precios del petróleo, la devolución parcial de la paga extra que los empleados públicos vieron suprimida en 2012 y la reducción de la imposición sobre la renta introducida en verano. El crecimiento de la inversión fue también algo menor que en el tercer trimestre. Por el contrario, la contribución de la demanda exterior neta, que en el período julio-septiembre había sido negativa, pasó a ser de 0,2 pp en el último trimestre, en un contexto en que las importaciones se desaceleraron con más intensidad que las exportaciones. En tasa interanual, el crecimiento del PIB aumentó en una décima, hasta el 3,5 %. El empleo, por el contrario, se ralentizó en esa misma magnitud, con lo que el ritmo de avance de la productividad se incrementó en 0,2 pp, hasta el 0,5 %.

Según las estimaciones realizadas sobre la base de la información coyuntural más reciente, la expansión del PIB de la economía española habría moderado su intensidad en el tramo inicial de 2016. En concreto, la tasa de crecimiento intertrimestral se habría situado en el primer trimestre en el 0,7 %. El flujo de información disponible apunta a un ligero deterioro de la actividad conforme ha avanzado el trimestre, que habría sido de un orden de magnitud similar al observado en el conjunto del área del euro (véase recuadro 5).

El aumento de la demanda interna habría sido equiparable al del producto, si bien el consumo de los hogares pudo haber experimentado una leve moderación adicional a la observada un trimestre antes. Por su parte, a tenor de la escasa información disponible sobre los flujos de comercio externo, la contribución del saldo neto exterior al avance del producto podría ser, si mantiene la tónica observada en las primeras semanas del año, algo más reducida que la del último trimestre de 2015. Finalmente, el empleo habría seguido mostrando un notable dinamismo, con un incremento intertrimestral del 0,6 %.

Los precios de consumo registraron caídas interanuales en el primer bimestre del año, como reflejo del fuerte retroceso del componente energético, asociado al descenso de los precios



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Series ajustadas de estacionalidad.

Descargar

Gráfico dinámico

del crudo y de la electricidad. En febrero, el ritmo de variación del IPC fue del -0,8 %, frente a la tasa nula de diciembre de 2015. La evolución tanto del IPC no energético como del IPSEBENE ha sido mucho más estable. En concreto, ambos indicadores crecieron un 1 % en febrero, tasa similar a las que vienen observándose desde el pasado otoño. En los próximos trimestres cabe esperar una cierta aceleración de estos indicadores, a medida que se reduzca el grado de holgura cíclica de la economía (véase recuadro 6).

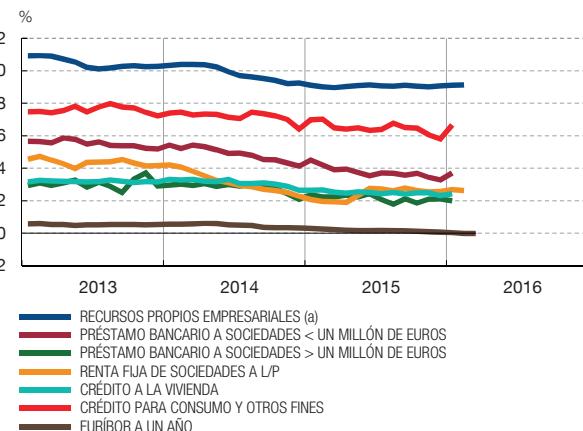
Los mercados financieros españoles se vieron afectados por el episodio de inestabilidad que se registró a nivel internacional entre comienzos de año y mediados de febrero, y que se reflejó en caídas pronunciadas de las cotizaciones de los valores emitidos por las empresas financieras y no financieras que vinieron acompañadas de un repunte de la volatilidad. Desde entonces, se ha observado un tono más positivo. Así, en la fecha de cierre de este artículo, el IBEX 35 acumulaba una pérdida del 7,7 % en la parte transcurrida del año, habiendo recuperado un 13,7 % desde el momento de máxima caída (véase gráfico 10). Por su parte, las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos por las sociedades financieras y no financieras, que se elevaron significativamente durante el primer mes y medio del ejercicio, especialmente en el caso de las de los bancos, se situaban a finales de marzo próximas a los niveles del cierre de 2015. En cambio, las turbulencias en los mercados apenas tuvieron efectos sobre la rentabilidad de la deuda pública española a largo plazo, si bien el diferencial con la referencia alemana repuntó como reflejo del papel de activo refugio de esta última, habiéndose reducido posteriormente hasta situarse en el plazo a diez años en torno a los 130 pb, unos 15 pb por encima de los niveles de principios de año. Finalmente, los tipos de interés interbancarios han seguido descendiendo, situándose el euríbor a un año en terreno negativo (-0,01 %), 7 pb por debajo del nivel de finales de 2015.

En principio, no se espera que las turbulencias recientes en los mercados mayoristas tengan un efecto directo a corto plazo sobre el coste del crédito, dado que el grueso de la financiación bancaria se cubre mediante depósitos, cuya rentabilidad tiende a ser más estable. En este sentido, el repunte observado en enero en los tipos de interés de los nuevos préstamos bancarios a hogares y sociedades no financieras, tras el descenso que

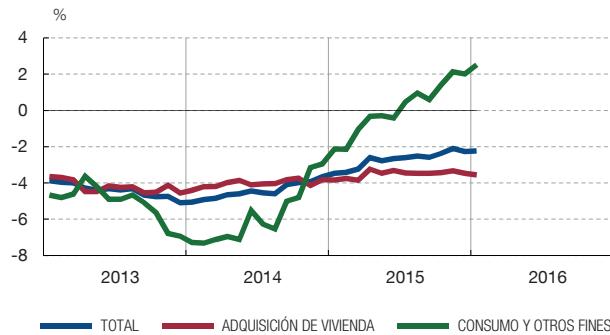
1 MERCADOS DE RENTA VARIABLE Y DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



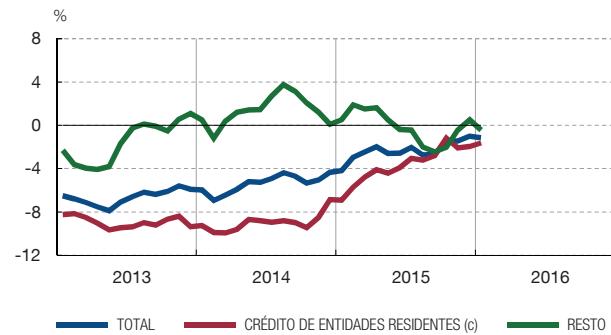
2 COSTE DE FINANCIACIÓN



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.

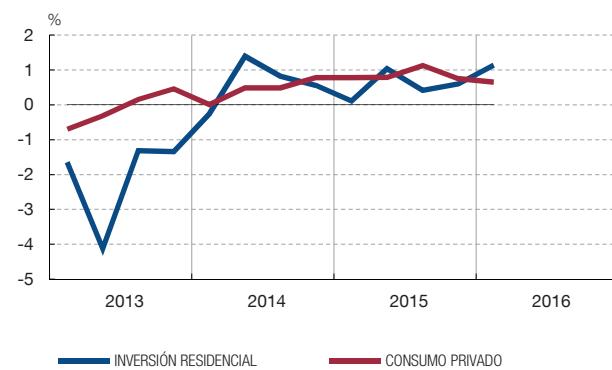
Descargar

presentaron en el cuarto trimestre de 2015, no parece estar relacionado directamente con estas turbulencias, sino más bien con factores estacionales. El mantenimiento de condiciones de financiación favorables contribuyó a que, durante el período reciente, el volumen de las nuevas operaciones crediticias siguiese aumentando en términos interanuales en la mayoría de los segmentos, aunque a tasas algo menores que en los meses previos. En línea con esta evolución, el ritmo de retroceso del saldo vivo del crédito de empresas y familias siguió desacelerándose entre septiembre y enero. La moderación de los costes de financiación y el retroceso de los pasivos, junto al avance de las rentas, se habrían traducido en un nuevo descenso de las ratios de carga financiera y de endeudamiento de ambos sectores en el cuarto trimestre de 2015. De este modo, el desapalancamiento está descansando progresivamente menos en flujos netos de financiación negativos y en mayor medida en el aumento de las rentas.

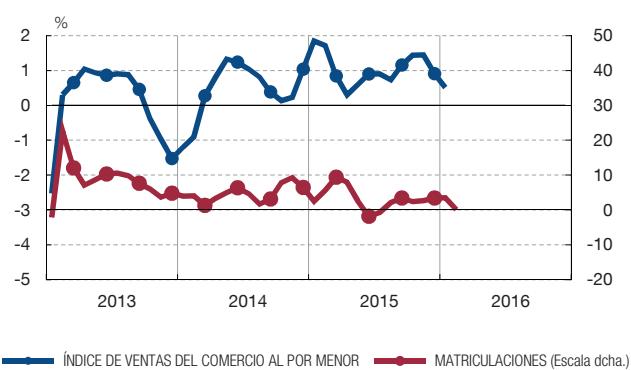
3.1 Las decisiones de gasto de los hogares

Según la información disponible, el gasto en consumo de los hogares se habría desacelerado ligeramente en el primer trimestre del año, con una tasa de crecimiento que podría cifrarse en torno al 0,6 %, una décima por debajo del incremento observado en el cuarto trimestre de 2015 (véase gráfico 11). Entre los indicadores cualitativos, los relativos a la confianza de los consumidores y los comerciantes minoristas mostraron un cierto descenso

1 GASTO DE LOS HOGARES (CNTR) (a)



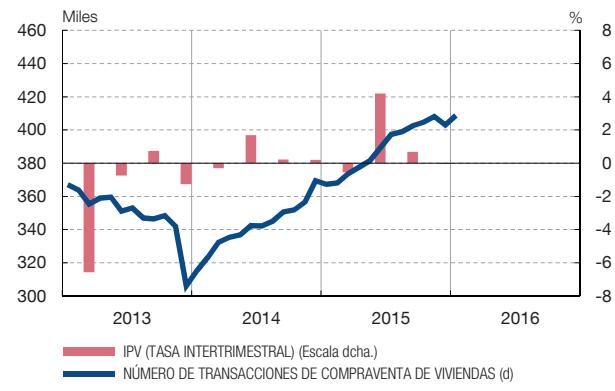
2 INDICADORES DE CONSUMO (b)



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

en el promedio de enero y marzo en comparación con la media del trimestre precedente. Por su parte, tanto el PMI de bienes de consumo como el de servicios de consumo cayeron en febrero, si bien en el primer caso el nivel medio de enero y febrero se sitúa algo por encima del promedio del último trimestre de 2015, mientras que en el segundo caso ocurre lo contrario. Por lo que respecta a los indicadores cuantitativos, tanto el índice del comercio al por menor como el de producción industrial de bienes de consumo se desaceleraron en enero en tasa intertrimestral móvil de tres meses.

Los indicadores disponibles apuntan a que la inversión residencial ha mantenido su trayectoria de recuperación al comienzo de 2016, elevando su ritmo de crecimiento con respecto al observado al final del año, en un contexto en el que los visados de obra nueva han registrado un cierto repunte. Por su parte, según la estadística notarial, las transacciones de vivienda recobraron en enero la tónica de relativa mejora, tras el suave descenso de finales de año, aunque el nivel de operaciones observado (unas 27.000) se situó ligeramente por debajo del promedio mensual de 2015. 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 cuarto trimestre de 2015 un 4,2 % interanual, si bien retrocedieron un 0,1 % respecto al trimestre anterior. De esta forma, en el conjunto del pasado ejercicio, el precio de la vivienda libre aumentó un 3,6 %, consolidando la pauta de recuperación iniciada el año anterior (véase gráfico 11.4).

Los tipos de interés aplicados a las nuevas operaciones de crédito a los hogares repuntaron en enero (muy probablemente, como se ha señalado, por causas estacionales), tanto en el segmento de vivienda como en el de consumo y otros fines, tras el descenso del cuarto trimestre de 2015. En concreto, el coste de los préstamos para adquisición de vivienda se situó en el 2,4 % en enero, nivel similar al registrado en septiembre de 2015, y el de los destinados a consumo y otros fines en el 6,7 %, 17 pb por encima del registro de cuatro meses antes (véase gráfico 10).

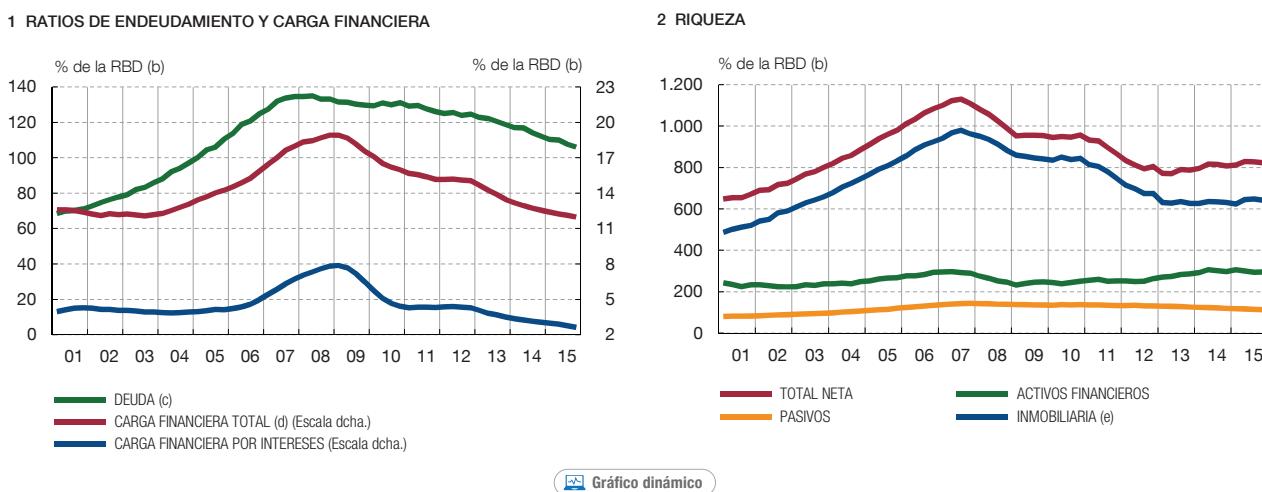
Por su parte, la edición de enero de la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB) muestra que, durante el cuarto trimestre del año pasado, las condiciones de estos préstamos y, en particular, los márgenes aplicados en los créditos ordinarios continuaron suavizándose. Además, la Encuesta evidencia que en ese período se habría producido un incremento de las solicitudes de fondos de los hogares en ambos segmentos. En este contexto, el volumen de las nuevas operaciones, tanto para vivienda como para consumo y otros fines, siguió expandiéndose en tasa interanual, aunque a un ritmo algo menor que en el trimestre previo. En términos de saldos vivos, el descenso interanual de la deuda de las familias siguió moderándose a comienzos del cuarto trimestre de 2015, tendiendo a estabilizarse después. De este modo, el ritmo de caída se situó en enero en el 2,2 % (frente al 2,6 % de septiembre) (véase gráfico 10). El desglose por finalidades revela que el crédito para vivienda siguió cayendo a un ritmo similar al del tercer trimestre (3,5 %), mientras que se intensificó el crecimiento del destinado a consumo y otros fines, cuya tasa interanual se elevó 1,9 pp, hasta situarse en el 2,5 %.

La situación patrimonial de los hogares habría vuelto a mejorar en el cuarto trimestre de 2015. Así, tanto la ratio de endeudamiento como la de carga financiera en relación con la renta bruta disponible descendieron, favorecidas, en el primer caso, tanto por la disminución del saldo de deuda como por la expansión de las rentas, y, en el segundo caso, también por la reducción del coste medio de los fondos (véase gráfico 12). La riqueza neta de las familias habría aumentado ligeramente como consecuencia de la relativa estabilidad del valor del patrimonio inmobiliario, del retroceso de la deuda y del repunte del valor de los activos financieros.

3.2 La actividad de las empresas

Durante el primer trimestre del año se prolongó el tono expansivo de la actividad empresarial, si bien el ritmo de avance del valor añadido de la economía de mercado se habría desacelerado ligeramente (véase gráfico 13).

Los indicadores relativos a la industria han proporcionado señales un tanto dispares, compatibles con un mantenimiento del dinamismo de la actividad, quizás algo atenuado. Entre los indicadores cualitativos, el PMI de actividad manufacturera inició el año marcando un aumento con respecto al final del año 2015, pero en febrero registró un moderado retroceso, asociado a los componentes de actividad y de carteras de pedidos, mientras que el de ocupación se aceleró. Por su parte, el indicador de confianza industrial de la Comisión Europea retrocedió en los tres primeros meses del año. En cuanto a los indicadores cuantitativos, el ritmo de afiliación a la Seguridad Social se mantuvo estable en el bimestre enero-febrero, a la vez que el empleo de las grandes empresas de las ramas industriales registró una modesta aceleración. Sin embargo, el avance de la producción industrial de las ramas no energéticas, en términos de la tasa calculada sobre la media móvil de tres



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

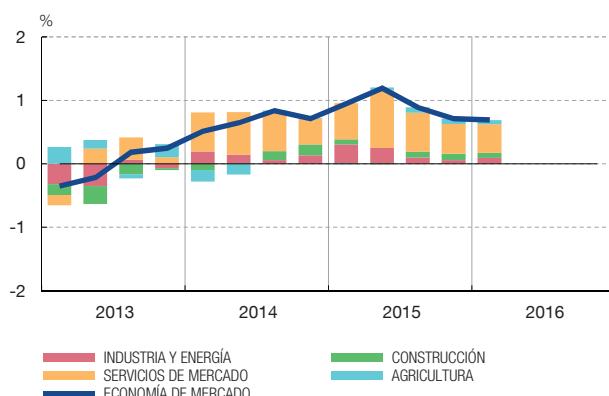
meses, se moderó ligeramente en ese mismo período en la mayor parte de sus componentes. Por su parte, la producción de bienes energéticos atenuó algo su debilidad.

En el caso de los servicios de mercado, la información cualitativa más reciente apunta a una cierta moderación de la actividad al comienzo del año. Así, el índice PMI acusó sendos descensos en enero y febrero, inducidos por la menor pujanza de las carteras de pedidos, mientras que el componente de empleo se mantuvo estable. Por su parte, el indicador de confianza de la rama de servicios de la Comisión Europea se mantuvo prácticamente estable en el primer trimestre del año. Entre los indicadores cuantitativos, las ventas de las grandes empresas de la Agencia Tributaria estabilizaron su ritmo de avance en enero. Por su parte, el Indicador de Actividad del Sector Servicios (IASS) inició el año con una ligera desaceleración en términos de la media móvil de tres meses, debida, sobre todo, al menor descenso de las actividades comerciales.

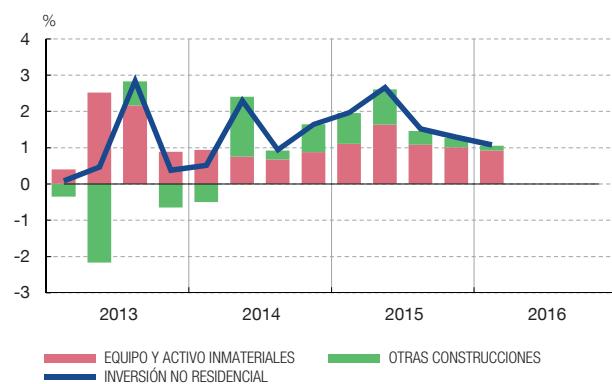
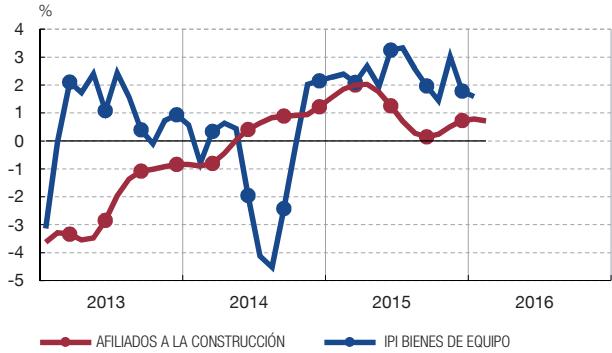
El valor añadido de las empresas del sector de la construcción habría registrado también una leve desaceleración al inicio de 2016. Entre los indicadores contemporáneos, el número de afiliados a la Seguridad Social mantuvo en el período enero-febrero un ritmo de crecimiento similar al del tramo final del pasado año, si bien los indicadores referidos a los consumos intermedios mostraron una cierta desaceleración a comienzos de año. Por tipo de obra, la información más reciente relativa a la concesión de visados de vivienda nueva, correspondiente a diciembre, apunta a una prolongación de la mejora en este segmento, mientras que la licitación oficial en obra civil, con datos hasta enero, sigue mostrando una notable atonía. Esta información sugiere que, en el primer trimestre del año en curso, podría haberse prolongado la ralentización de la actividad constructora relacionada con el componente no residencial, lo que se habría visto parcialmente compensado por un mayor avance de la rama residencial.

La escasa información disponible apunta a que la inversión en bienes de equipo habría registrado un nuevo avance en el primer trimestre del año (véase gráfico 13.4). Entre los indicadores cualitativos, el PMI de bienes de equipo mostró una evolución favorable en

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

los dos primeros meses de 2016, mientras que, por el contrario, la cartera de pedidos exteriores reflejó un cierto deterioro. Por lo que respecta a los indicadores de carácter cuantitativo, con información hasta el mes de enero, en términos de la media móvil de tres meses, el IPI y las importaciones de este tipo de bienes moderaron algo su crecimiento, mientras que las matriculaciones de vehículos de carga mostraron una evolución algo más dinámica.

Con respecto a las condiciones financieras, el tipo de interés de los créditos bancarios a empresas por importes inferiores a un millón de euros, segmento en el que se concentran los préstamos a las pymes, repuntó en el mes de enero, tras el descenso del cuarto trimestre de 2015. Con ello, esta referencia se ha incrementado 13 pb entre septiembre de 2015 y enero de 2016, hasta el 3,7 %, mientras que el tipo de interés aplicado a operaciones de cuantía superior descendió 12 pb, hasta el 2 % (véase gráfico 10). Por su parte, entre septiembre de 2015 y febrero de 2016, el coste de los recursos propios y el de las emisiones de renta fija a corto plazo apenas variaron, mientras que el de las de largo disminuyó 14 pb.

Los resultados de la EPB de enero revelan que las condiciones de los nuevos préstamos y, en particular, los márgenes aplicados a los créditos ordinarios continuaron relajándose

en el cuarto trimestre de 2015, y que la demanda de crédito por parte de las sociedades repuntó, tras no haber registrado cambios tres meses antes. En este contexto, el volumen de nuevas operaciones de crédito para préstamos de menos de un millón de euros continuó creciendo en el último trimestre del año pasado, aunque a tasas interanuales algo inferiores a las observadas durante los trimestres precedentes, mientras que en las de importe superior a esta cifra, cuyo volumen suele presentar una mayor variabilidad, se observó un retroceso en relación con el mismo período de un año antes. En términos de los saldos vivos, el ritmo de caída de los préstamos concedidos por las entidades residentes al sector empresarial siguió moderándose en el período reciente, situándose en enero en el 1,6 % (frente al 2,8 % de septiembre). Por su parte, los valores de renta fija mostraron un menor dinamismo que en el trimestre previo, y, hasta diciembre, el descenso interanual de los préstamos recibidos del exterior se suavizó. La información más reciente del detalle del crédito por finalidades, correspondiente al cierre de 2015, muestra que durante los últimos meses del pasado ejercicio se moderó el ritmo de descenso interanual de esta fuente de financiación en los sectores de la construcción e inmobiliario —si bien siguieron siendo las ramas de actividad en las que la contracción fue mayor, con disminuciones del 11,8 % y del 10,4 %, respectivamente— y se intensificó en el resto de los servicios no financieros (2,5 %, 1,1 pp superior al de septiembre). En la industria, se registró una caída interanual del 1,6 %, frente al crecimiento del 0,5 % observado en el trimestre previo.

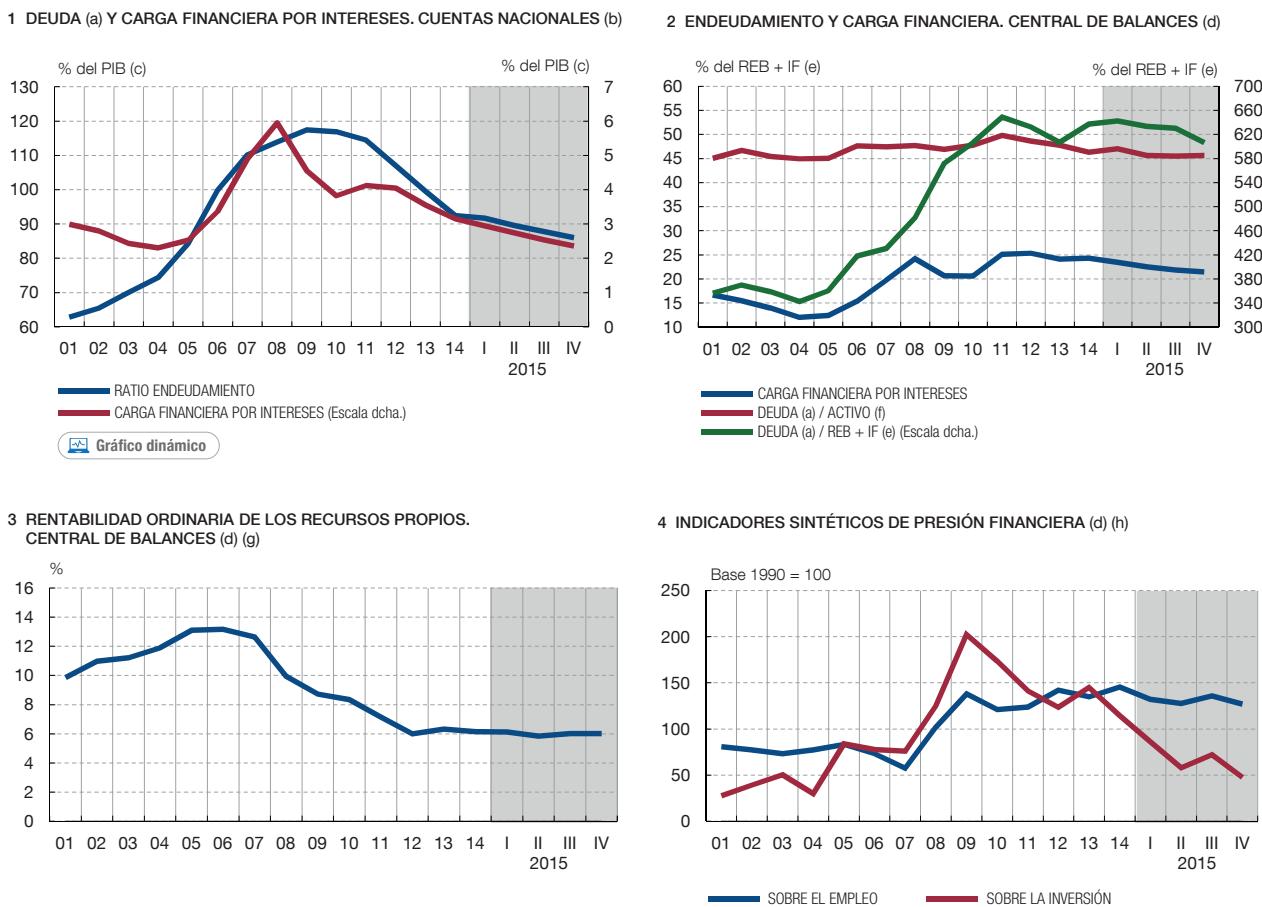
La contracción agregada del saldo de crédito ha seguido siendo compatible con la existencia de una proporción creciente de empresas que mantuvieron o elevaron sus niveles de endeudamiento, según la información microeconómica procedente de la Central de Información de Riesgos del Banco de España. Esta misma fuente apunta que, durante los últimos meses, se habría producido una cierta estabilización de la tasa de aceptación de nuevas solicitudes de préstamos, tras la pauta de ascenso continuado que se venía observando desde mediados de 2013.

Los últimos datos disponibles apuntan a que en el cuarto trimestre de 2015 ha proseguido la mejoría de la posición patrimonial del sector de sociedades no financieras. Así, las ratios de endeudamiento y de carga financiera en relación con el PIB siguieron reduciéndose, evolución que fue propiciada tanto por el crecimiento del producto como, en menor medida, por el descenso de la deuda, y, en el caso de la carga financiera, también por la caída del coste del saldo vivo de los recursos ajenos (véase gráfico 14).

Finalmente, la muestra de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral evidencia que en 2015 se prolongó e intensificó la tendencia de recuperación de la actividad en casi todas las ramas productivas. Así, el resultado económico bruto registró un crecimiento del 9 %, frente a la contracción del 1 % observada un año antes. Esta mejoría de los excedentes se produjo en un contexto de descenso tanto de los ingresos como de los gastos financieros, lo que llevó a que el resultado ordinario neto aumentase un 18,2 % para el conjunto de la muestra (frente a la caída del 14,4 % en 2014). El aumento de los beneficios ordinarios favoreció la mejoría de la rentabilidad en un número creciente de empresas y sectores. No obstante, en términos agregados, esta se redujo ligeramente, debido principalmente al fuerte descenso de los dividendos recibidos, que afectó a algunas grandes empresas de esta muestra. Por su parte, la caída de los pasivos ajenos se tradujo en disminuciones de las ratios de deuda sobre activos y de carga financiera, evolución que en este segundo caso también se vio favorecida por el aumento de las rentas empresariales. Como resultado de estos desarrollos, los indicadores sintéticos de presión financiera sobre la inversión y el empleo descendieron en el cuarto trimestre de 2015.

INDICADORES DE POSICIÓN PATRIMONIAL DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

GRÁFICO 14



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 la Central de Balances se han construido hasta 2013 con la información de la 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

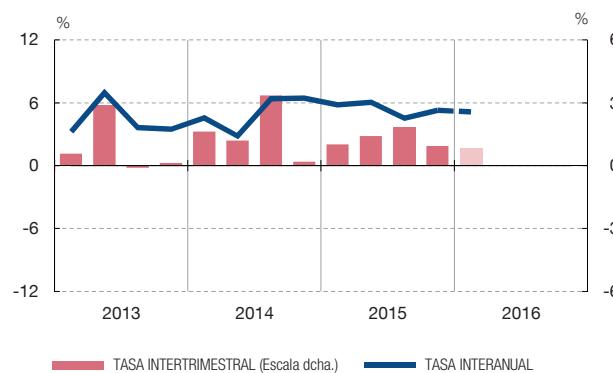
3.3 El sector exterior y la balanza de pagos

A partir de la información disponible referida únicamente al primer mes del año, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento intertrimestral del PIB podría moderarse con respecto a la aportación de 0,2 pp registrada al cierre de 2015 (véase gráfico 15). En enero, las exportaciones reales de bienes crecieron, según los datos de Aduanas, un 3,2 % interanual, tasa algo inferior al 3,7 % registrado en el cuarto trimestre de 2015. Por grupos de productos, sobresalió el dinamismo de las ventas de bienes de equipo. Las exportaciones de bienes de consumo, impulsadas por los alimentos y los automóviles, mostraron también un comportamiento expansivo, mientras que las de bienes intermedios descendieron ligeramente. El comportamiento por áreas geográficas fue divergente, con una aceleración de las ventas destinadas a la UE, mientras que las extracomunitarias pasaron a mostrar tasas negativas. Por su parte, el crecimiento de las importaciones reales de bienes se moderó de modo sustancial en enero hasta el 3 % interanual (7,3 % en el trimestre final de 2015). Por grupos de productos, las compras de bienes de consumo —en particular, duraderos— conservaron ritmos de avance elevados, en contraste con la desaceleración de las importaciones de bienes de capital e intermedios.

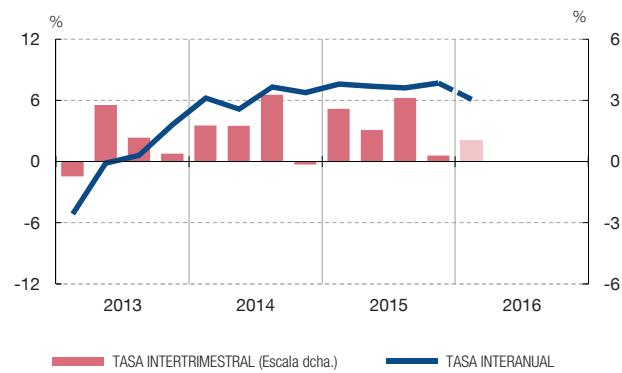
COMERCIO EXTERIOR Y BALANZA DE PAGOS

GRÁFICO 15

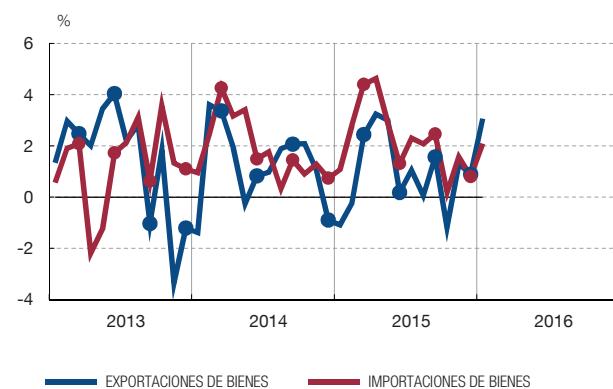
1 EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



2 IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



3 INDICADORES DE ADUANAS (b) (c)

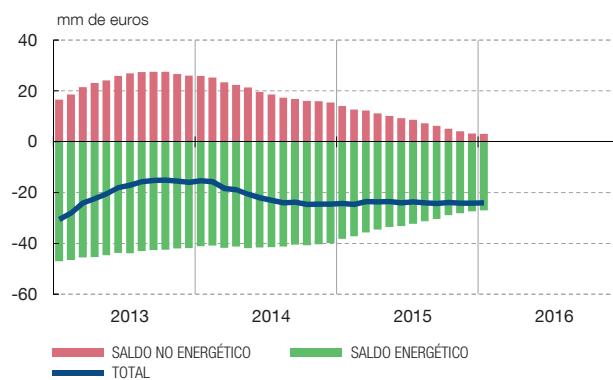


4 INDICADORES DE TURISMO (c)

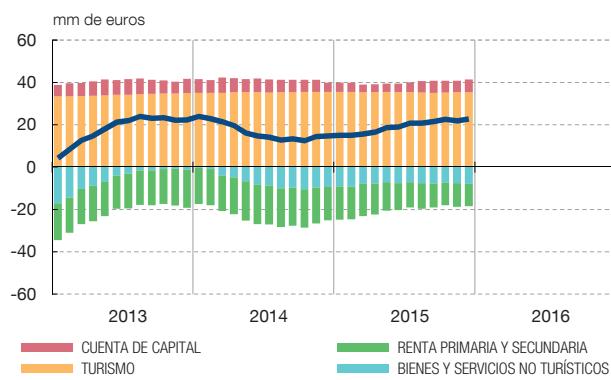


5 COMERCIO EXTERIOR DE BIENES

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

El turismo receptor habría mantenido un tono favorable al inicio del año, de acuerdo con los indicadores disponibles. En particular, las entradas de turistas extranjeros y las pernoctaciones hoteleras registraron en el período enero-febrero avances interanuales del 12,5 % y 10,6 %, respectivamente (frente a las tasas del 9,4 % y del 9,2 % del cuarto trimestre).

Según los datos de avance de la Balanza de Pagos, las balanzas por cuenta corriente y de capital registraron en 2015 un saldo positivo de 22,7 mm de euros, frente a los 14,7 mm de 2014. Este incremento se explica, en primer lugar, por el menor déficit de rentas primarias y secundarias y, también, por el aumento del superávit de bienes y servicios. La reducción del precio del petróleo, que ha aligerado sensiblemente la factura energética, junto con la evolución positiva de las exportaciones, contrarrestó el efecto derivado de la aceleración de las importaciones no energéticas (véase gráfico 15).

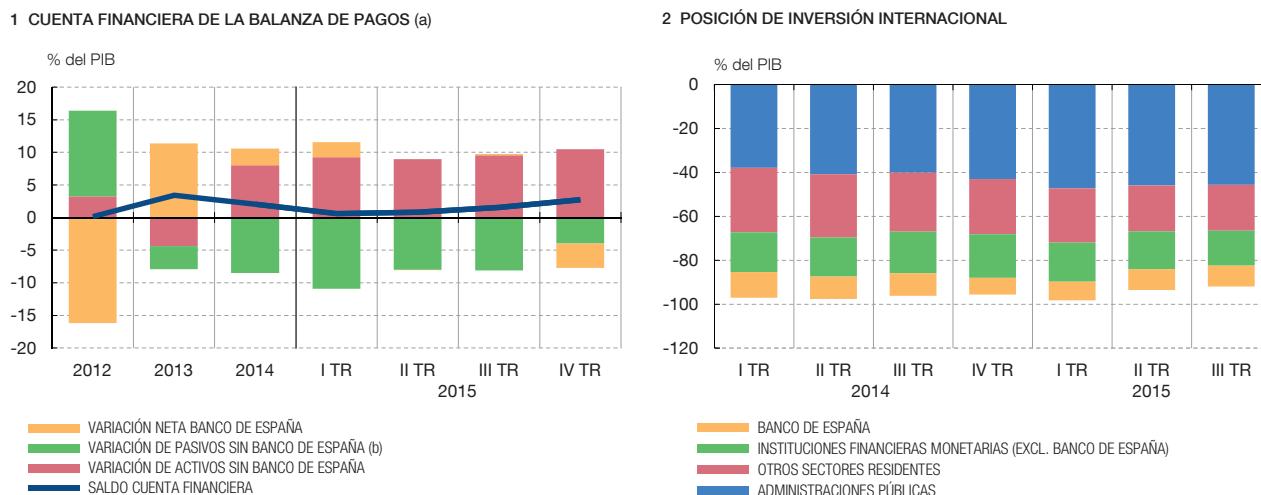
Por lo que respecta a los flujos financieros con el exterior, de acuerdo con los datos de la Balanza de Pagos, en el cuarto trimestre de 2015 los pasivos de los agentes residentes (excluyendo al Banco de España) frente al resto del mundo se redujeron por un importe aproximado de unos 22,7 mm de euros, principalmente como consecuencia de transacciones recogidas en la rúbrica *Otras inversiones*². En *Inversiones directas* y en *Inversiones en cartera*, la variación neta de pasivos fue, en cambio, positiva. Por su parte, las adquisiciones netas de activos en el exterior de los residentes, excluido el Banco de España, alcanzaron los 10,8 mm de euros. El desglose por tipo de operaciones evidencia flujos positivos tanto en forma de *Inversiones directas* como de *Otras inversiones*. En cambio, en *Inversiones en cartera* la variación neta de activos fue negativa³.

En términos acumulados de doce meses, excluyendo el Banco de España, la inversión de los residentes en el exterior superó a la realizada por los no residentes en España (en un importe equivalente al 6,5 % del PIB), evolución que se ha visto afectada en buena medida por las políticas no convencionales del Eurosystema y por la propia dinámica de desendeudamiento del sector bancario. En particular, la mayor liquidez generada por estos programas ha sido aprovechada por algunos agentes endeudados para cancelar deudas, en un contexto en el que mantener volúmenes elevados de liquidez puede tener un coste apreciable debido a los tipos de interés negativos de la facilidad marginal de depósito. Puesto que la economía española en su conjunto es deudora neta, esta cancelación de deudas se traduce en salidas de capitales hacia los países acreedores.

Incluyendo el Banco de España, los flujos netos acumulados anuales de la cuenta financiera también arrojan un saldo acreedor, como contrapartida del superávit exterior, y que se refleja en la reducción del endeudamiento neto de España frente al resto del mundo. Concretamente, la información sobre la posición de inversión internacional muestra que en el tercer trimestre (última información disponible) el saldo deudor de la nación disminuyó 1,7 pp, hasta el 91,9 % del PIB (véase gráfico 16). Este descenso fue resultado de la capacidad de financiación que presentó la nación, que redujo el saldo deudor, y de las variaciones en el precio de los activos y pasivos y en el tipo de cambio registradas en este período, que tuvieron un impacto en la dirección opuesta de menor magnitud.

2 El grueso de esta caída de pasivos frente al resto del mundo se explica por la reducción que se produjo en el mes de diciembre de la financiación interbancaria de entidades de crédito españolas intermediada a través de cámaras de contrapartida central. Cabe reseñar que los meses de diciembre, al registrar operaciones vinculadas al cierre del ejercicio, son especialmente erráticos en los balances bancarios.

3 El flujo negativo registrado en la inversión en cartera de los residentes en el resto del mundo se ve condicionado por el vencimiento de parte de los títulos emitidos por el MEDE (por importe de 9,1 mm de euros) en 2012 para la recapitalización del sistema bancario español y que estaban en manos de agentes nacionales.



FUENTE: Banco de España.

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

[Descargar](#)

3.4 El mercado de trabajo

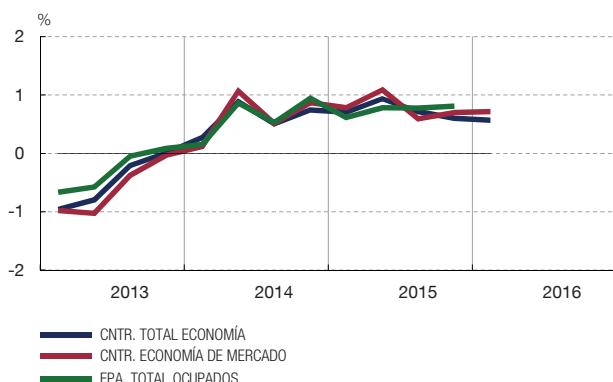
Al inicio de 2016, el empleo mantuvo el tono positivo de los meses anteriores, con un avance mensual de los afiliados en enero y febrero similar al que se viene observando desde el verano pasado, del 0,2 % en términos desestacionalizados. Por ramas de actividad, el ritmo de crecimiento de los afiliados permaneció prácticamente estable en todas ellas, salvo en la agricultura, donde se observó un empeoramiento. En conjunto, esta información apunta a que el empleo del total de la economía, en términos de la CNTR, podría aumentar en el primer trimestre del año a un ritmo análogo al del cuarto trimestre de 2015, en torno a un 0,6 % (véanse gráficos 17.1 y 17.2).

En cuanto al paro registrado en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE), en los dos primeros meses del ejercicio se mantuvo el ritmo de descenso interanual en el 8 %, tasa análoga a la observada en el último trimestre de 2015. Por su parte, los contratos registrados en el SEPE repuntaron en febrero hasta crecer un 12,3 % en tasa interanual. Los aumentos en los de carácter temporal y en los indefinidos, en dicho mes, fueron, respectivamente, del 12 % y 16 %.

Por lo que se refiere a los salarios, la información relativa a la negociación colectiva, correspondiente a enero y febrero de este año, apunta a una cierta aceleración salarial a comienzos de 2016. El incremento medio de las tarifas se situó en el 1,13 %, superando en tres décimas el aumento pactado para 2015, aunque todavía por debajo del límite superior del 1,5 % contemplado en el Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva firmado en junio de 2015 por los agentes sociales. Los acuerdos cerrados afectan a más de 3,5 millones de trabajadores, cifra muy elevada en comparación con años anteriores⁴, siendo la mayoría de ellos revisiones de convenios firmados los ejercicios previos. Por otro lado, la retribución bruta media en las grandes empresas mostró una pequeña caída en enero (-0,1 %), aunque este dato podría estar afectado por la devolución de parte de la

4 Este mayor avance en la negociación se deriva de un cambio metodológico en la estadística de convenios. Desde enero de 2016, el Ministerio de Empleo y Seguridad Social introduce automáticamente las revisiones de aquellos convenios cuyo incremento salarial esté ya acordado y no dependa de una cifra por conocer, mientras que, con anterioridad, los convenios solo eran incorporados a la estadística después de haber sido registrados.

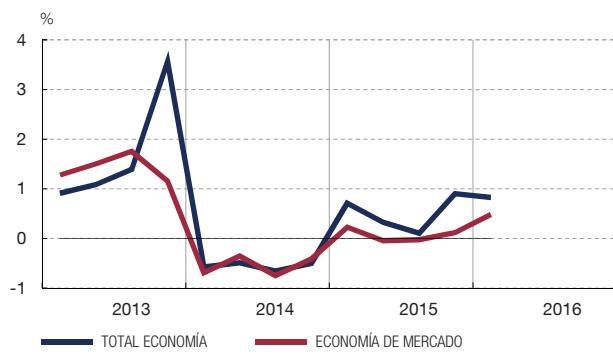
1 EMPLEO
Tasas intertrimestrales (a)



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 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 febrero de 2016. Sin incluir cláusula de salvaguarda.

d Datos brutos trimestrales. Último trimestre, con información solo de enero de 2016.



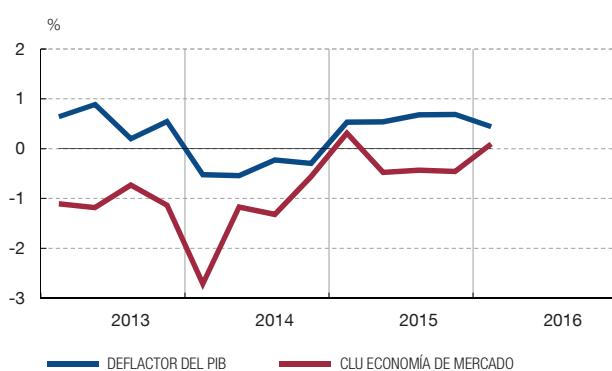
paga extraordinaria de empresas públicas al comienzo de 2015. Según la información de estos indicadores, se estima una cierta estabilización del avance de la remuneración por asalariado de la CNTR en los primeros meses del año, aunque la información de salarios negociados apuntaría a un repunte en las ramas de economía de mercado (véanse gráficos 17.3 y 17.4).

3.5 La evolución de los precios

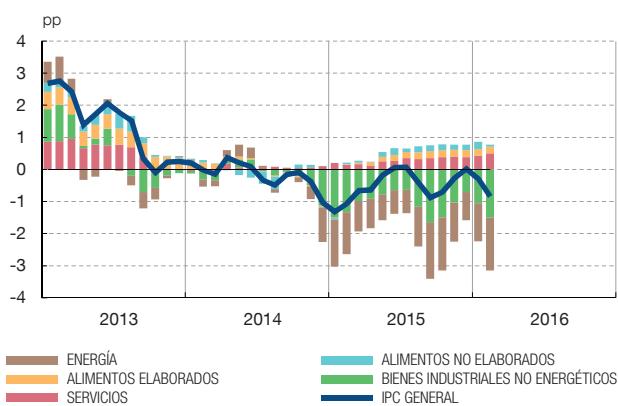
El deflactor de la demanda final habría experimentado una reducción significativa en el primer trimestre del año, debido, principalmente, a una intensificación de la caída de los precios de las importaciones, asociada al descenso del precio del petróleo. Al mismo tiempo, los precios de producción interior, aproximados por el deflactor del PIB, habrían registrado un crecimiento interanual algo inferior al 0,7 % del último trimestre de 2015 (véase gráfico 18).

Por su parte, durante los meses iniciales del año, el IPC ha registrado descensos acusados en su tasa interanual, con una variación del -0,8 % en febrero, frente a la tasa nula de diciembre (véase gráfico 18). Esta evolución ha respondido en gran medida a la trayectoria del componente energético, cuyos precios se redujeron un 14,1 % en febrero,

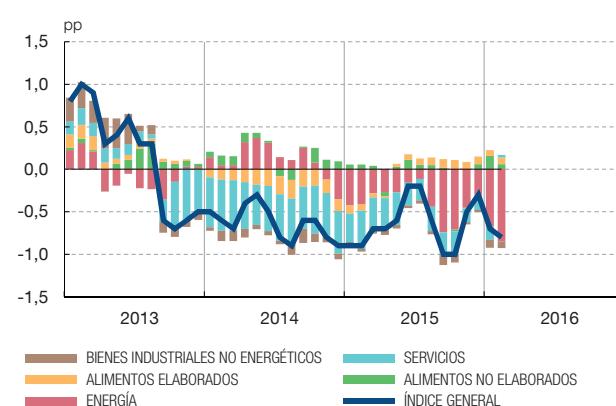
1 DEFLECTOR DEL PIB Y COSTES LABORALES UNITARIOS (a)

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](#)

frente al retroceso del 7,5 % de diciembre. La aceleración de la caída del componente energético al principio del año refleja el abaratamiento de los combustibles, ligado a la trayectoria del precio del petróleo en los mercados internacionales, así como los descensos de los precios de la electricidad. Los precios de los alimentos no elaborados se moderaron al inicio del año, aumentando un 0,8 % en febrero, 1,7 pp por debajo de la cifra de finales de 2015.

Por el contrario, el IPSEBENE mostró un ligero incremento de su tasa de variación en febrero, hasta el 1 %, una décima más que a finales de 2015. Esta evolución respondió a la aceleración de los precios de consumo de los servicios, que crecieron un 1,2 % en febrero, 3 décimas más que en diciembre. Por el contrario, los precios de los bienes industriales no energéticos y los de los alimentos elaborados se moderaron una décima, hasta el 0,5 % y el 1,3 %, respectivamente, en un contexto de reducidos avances de los precios de producción nacional de este tipo de bienes y de cierta moderación de sus precios de importación.

Entre diciembre y febrero, la tasa de variación interanual del IAPC disminuyó en 9 décimas en España y en 4 en la UEM, hasta situarse, respectivamente, en el -1 % y -0,2 %. En consecuencia, el diferencial de inflación negativo se amplió en 5 décimas, hasta -0,8 pp. Por

el contrario, en el caso del IPSEBENE, esta brecha aumentó en dos décimas, hasta 0,1 pp, tornándose favorable para el área del euro, como consecuencia, principalmente, del comportamiento divergente del IAPC de los servicios, que se aceleró 2 décimas en España, mientras que en la UEM se ralentizó 0,3 pp.

31.3.2016.

La actividad económica global se ha desenvuelto en el primer trimestre del año en un contexto de aumento de la incertidumbre y de revisiones a la baja de las perspectivas del crecimiento mundial por parte de distintas instituciones de previsión económica. La información coyuntural más reciente sobre la actividad de las economías avanzadas y emergentes ajenas al área del euro, así como sobre la UEM, viene mostrando, con carácter general, una cierta pérdida de dinamismo desde finales del año pasado. Los mercados financieros han registrado, además, turbulencias significativas, vinculadas en parte a las dudas sobre el crecimiento mundial y la capacidad de las políticas económicas para estimular la actividad. La economía española no ha sido completamente inmune a este debilitamiento de las perspectivas. De hecho, los últimos indicadores publicados, referidos tanto al cierre del ejercicio pasado como al trimestre en curso, parecen apuntar a una evolución también algo más negativa. Con el fin de discriminar si esta desaceleración obedece a factores comunes a los presentes en otras economías o bien a elementos idiosincrásicos de la nuestra, este recuadro evalúa si los desarrollos recientes de la actividad en España se han asemejado o no a los observados en el conjunto del área del euro.

La evolución en el muy corto plazo de la actividad económica en una economía puede ser evaluada con la ayuda de modelos de predicción en tiempo real¹, tales como los modelos factoriales dinámicos de que dispone el Banco de España tanto para nuestra economía como para la del área del euro, denominados *Spain-Sting* y *Euro-Sting*, respectivamente. Estos dos modelos son equivalentes en términos metodológicos, aunque están diseñados para la predicción en tiempo real de cada economía particular, a través de la selección de indicadores coyunturales específicos. Estas herramientas han demostrado ser muy útiles a la hora de procesar las señales obtenidas a partir del flujo de un conjunto relativamente amplio de indicadores y combinarlas en una visión conjunta sobre la evolución del crecimiento del PIB en el trimestre en curso. Con cada nueva publicación de datos referidos a un indicador concreto, estos modelos permiten obtener una reevaluación del estado de la economía, medida a través del cambio en la proyección del crecimiento del PIB en el trimestre corriente. No obstante, en general, no es posible identificar unívocamente aspectos concretos de la evolución temporal de un indicador determinado con cambios en la incertidumbre agregada percibida, puesto que, en general, dicha evolución se verá afectada simultáneamente por otros determinantes y perturbaciones.

1 Véanse M. Camacho y G. Pérez Quirós (2009), *Ñ-STING: España short-term indicator of growth*, Documentos de Trabajo, n.º 0912, Banco de España, y M. Camacho y G. Pérez Quirós (2008), «Un modelo para la predicción en tiempo real del PIB del área del euro (EURO-STING)», *Boletín Económico*, abril, Banco de España.

La comparación de la senda de las proyecciones obtenidas con el *Spain-Sting* y el *Euro-Sting* permite valorar de forma comparada el impacto de la información más reciente sobre la actividad económica en ambas economías. Es importante destacar que, en la interpretación de los resultados de estos modelos, debe otorgarse mayor significación a los cambios en las proyecciones a lo largo del tiempo que a las propias estimaciones puntuales, que no deben interpretarse, con carácter general, como la mejor proyección disponible acerca del crecimiento del PIB. De hecho, en la práctica habitual del Banco de España y de la mayoría de los analistas económicos nacionales e internacionales, para la formulación de la mejor proyección, las cifras proporcionadas por estos modelos concretos se complementan con las procedentes de otras herramientas cuantitativas, así como con información adicional ajena a los modelos.

En el cuadro adjunto se presenta, en primer lugar, el conjunto de indicadores publicados desde el principio de este año que intervienen en la estimación de ambos modelos, así como su fecha de publicación y el impacto diferencial que su incorporación ha generado sobre la previsión del PIB en el primer trimestre de 2016, para el área del euro tomada en su conjunto y para España, respectivamente. Se observa que las señales de la gran mayoría de los indicadores sobre la actividad tanto del área del euro como de España publicados desde principios del año han llevado a revisiones a la baja de la estimación del PIB en el trimestre. Por su parte, en el gráfico 1 se observa de manera más directa cómo la nueva información recibida desde el 20 de enero ha llevado a una revisión similar de las previsiones del *Euro-Sting* para el crecimiento intertrimestral del PIB del área del euro en el primer trimestre y de las realizadas para la economía española en el mismo período de tiempo. En efecto, en ambos casos la proyección del crecimiento del PIB se ha reducido aproximadamente en una décima entre el 20 de enero y el 8 de marzo.

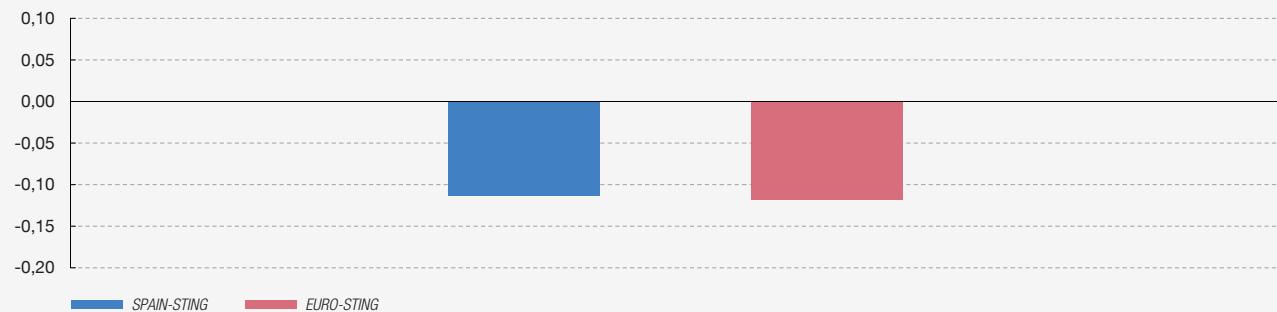
De lo anterior se puede concluir que el conjunto de las perturbaciones negativas observadas en los últimos meses ha afectado de manera similar a España y a la zona del euro, lo que podría interpretarse como que el impacto sobre la economía española de los elementos idiosincrásicos, como el aumento de la incertidumbre política, ha sido por el momento limitado. En cualquier caso, la información estadística disponible en la fecha de cierre de este Informe para el primer trimestre del año se refiere solo a los dos primeros meses y a un conjunto limitado de indicadores, por lo que no permite descartar que los elementos de incertidumbre domésticos estén generando, o lo acaben haciendo si persisten en el tiempo, un impacto diferencial sobre la situación económica en España respecto al área del euro.

EL IMPACTO DE LOS ÚLTIMOS INDICADORES SOBRE LA EVOLUCIÓN ECONÓMICA EN ESPAÑA Y EN EL ÁREA DEL EURO

EURO-STING				SPA/N-STING			
	Fecha de publicación	Período de referencia	Impacto sobre estimación PIB		Fecha de publicación	Período de referencia	Impacto sobre previsión PIB
PMI manufacturas	4.1.2016	dic-15	—	Afilados a la Seguridad Social	4.1.2016	dic-15	+
PMI servicios	5.1.2016	dic-15	—	PMI compuesto	5.1.2016	dic-15	—
Nuevos pedidos indus.	5.1.2016	nov-15	+	Ventas de grandes empresas	5.1.2016	oct-15	+
Ventas al por menor	6.1.2016	nov-15	—	IPI no energético	6.1.2016	nov-15	+
ESI	7.1.2016	dic-15	+	Importaciones reales	7.1.2016	dic-15	+
Exportaciones	13.1.2016	nov-15	+	Exportaciones reales	13.1.2016	nov-15	+
Producción industrial	13.1.2016	nov-15	—	ESI sin consumidores	13.1.2016	nov-15	+
PMI flash manufacturas	22.1.2016	ene-16	+	Consumo eléctrico industrial	22.1.2016	ene-16	—
PMI flash servicios	22.1.2016	ene-16	+	ESI sin consumidores	22.1.2016	ene-16	—
IFO Alemania	26.1.2016	ene-16	—	Avance PIB IV TR 2015	26.1.2016	ene-16	+
BNB Bélgica	26.1.2016	ene-16	—	Crédito	26.1.2016	ene-16	—
ESI	28.1.2016	ene-16	—	Consumo aparente de cemento	28.1.2016	ene-16	+
PMI manufacturas	1.2.2016	ene-16	—	Afilados a la Seguridad Social	1.2.2016	ene-16	—
PMI servicios	3.2.2016	ene-16	—	PMI compuesto	3.2.2016	ene-16	+
Ventas al por menor	3.2.2016	dic-15	—	IPI no energético	3.2.2016	dic-15	—
Producción industrial	12.2.2016	dic-15	—	Consumo eléctrico industrial	12.2.2016	dic-15	—
PIB flash	12.2.2016	IV TR 2015	—	Ventas de grandes empresas	12.2.2016	IV TR 2015	—
Exportaciones	15.2.2016	dic-15	—	Importaciones reales	15.2.2016	dic-15	+
PMI flash manufacturas	22.2.2016	feb-16	—	Exportaciones reales	22.2.2016	feb-16	—
PMI flash servicios	22.2.2016	feb-16	—	Consumo aparente de cemento	22.2.2016	feb-16	—
IFO Alemania	23.2.2016	feb-16	—	PIB IV TR 2015	23.2.2016	feb-16	—
BNB Bélgica	23.2.2016	feb-16	—	ESI sin consumidores	23.2.2016	feb-16	—
Nuevos pedidos indus.	26.2.2016	dic-15	—	Crédito	26.2.2016	dic-15	+
ESI	26.2.2016	feb-16	—	Consumo eléctrico industrial	26.2.2016	feb-16	—
PMI manufacturas	3.3.2016	feb-16	—	Afilados a la Seguridad Social	3.3.2016	feb-16	—
PMI servicios	3.3.2016	feb-16	—	PMI compuesto	3.3.2016	feb-16	—
Ventas al por menor	3.3.2016	ene-16	+	Ventas de grandes empresas	3.3.2016	ene-16	—
PIB segunda estimación	8.3.2016	IV TR 2015	—	IPI no energético	8.3.2016	IV TR 2015	+
Producción industrial	14.3.2016	ene-16	+	Importaciones reales	21.3.2016	ene-16	—
Empleo	16.3.2016	IV TR 2015	+	Exportaciones reales	21.3.2016	ene-16	+

Gráfico 1

PREVISIÓN DE LA TASA INTERTRIMESTRAL DEL PIB EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2016. VARIACIÓN ENTRE EL 20 DE ENERO Y EL 23 DE MARZO DE 2016



FUENTE: Banco de España.

Una forma de evaluar la posición cíclica de una economía (y, por tanto, el tono de las políticas aplicadas) viene dada por la estimación del tamaño de la brecha de producción (*output gap*), definida como la diferencia entre el nivel actual de la actividad económica y su nivel potencial (entendido como aquel que es coherente con una inflación estable). Si el producto observado está por debajo del potencial, la brecha de producción es negativa, lo que implica que la economía dispone de recursos productivos ociosos. Por el

contrario, una brecha positiva está asociada a la existencia de riesgos inflacionistas. El principal problema al que se enfrenta la estimación de la brecha de producción es que el nivel del producto potencial (o su tasa de crecimiento) es inobservable, por lo que los cálculos que puedan realizarse están sujetos a un grado de incertidumbre muy elevado. En estos cálculos se utilizan habitualmente diversos métodos estadísticos que intentan aproximar el nivel de PIB potencial como aquel que sería coherente con la ple-

Gráfico 1
ESTIMACIONES Y PROYECCIONES DEL PIB OBSERVADO DEL PIB POTENCIAL (a)



Gráfico 2
ESTIMACIONES Y PROYECCIONES DE LA BRECHA DE PRODUCCIÓN (b)

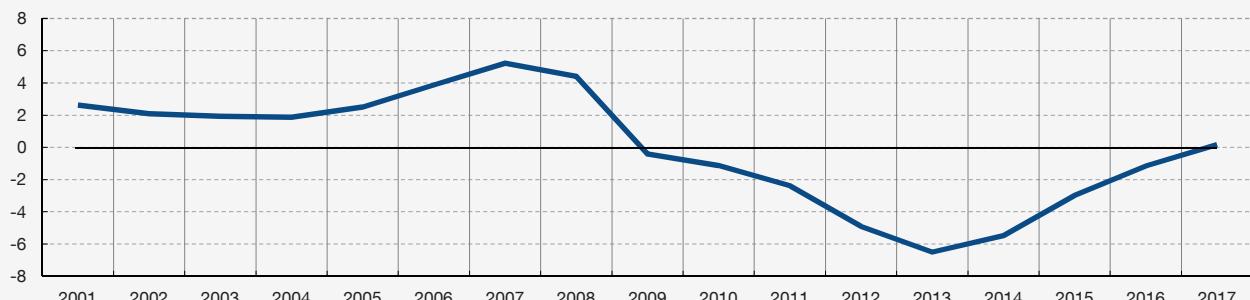
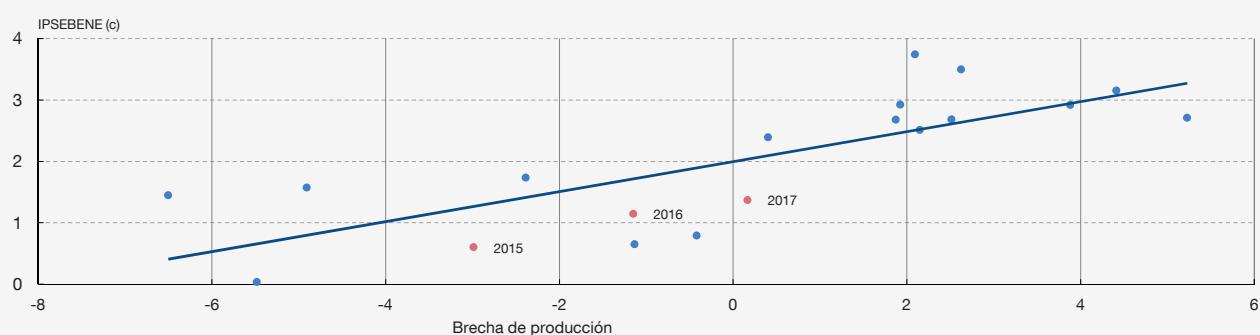


Gráfico 3
POSICIÓN CÍCLICA E INFLACIÓN ENTRE 1999 Y 2017



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Tasas de variación.

b Diferencia porcentual entre el nivel del PIB observado y el potencial, en relación con el PIB potencial.

c Tasa de variación.

na utilización de la fuerza laboral y el stock de capital instalado, y una determinada tasa de crecimiento tecnológico (o de la productividad)¹.

Según las estimaciones propias más recientes, el crecimiento potencial de la economía española se habría ralentizado de manera notable desde 2008, reflejando los efectos de la crisis sobre la acumulación de factores productivos, en especial el empleo². Este impacto negativo sobre el factor trabajo se deriva, fundamentalmente, del fuerte aumento estimado de la tasa de desempleo estructural (o NAIRU, acrónimo en inglés de tasa de empleo no aceleradora de la inflación) y del descenso de la población en edad de trabajar, hasta el -0,3 % anual, derivado de las salidas de inmigrantes y del progresivo envejecimiento de la población nacional. Por su parte, el mejor comportamiento de la productividad en los últimos años habría compensado, aunque solo parcialmente, la menor acumulación de factores productivos. Como se ha mencionado, la incertidumbre alrededor de estas estimaciones es elevada, por lo que su interpretación debe realizarse con cautela. Además, estas estimaciones del crecimiento potencial para el corto plazo no deben interpretarse como una previsión del crecimiento del PIB a largo plazo, lo que exige efectuar hipótesis sobre la evolución demográfica futura, la dinámica de la tasa de desempleo estructural y el ritmo de crecimiento de la productividad. Además, exigiría estimar el impacto de las reformas estructurales realizadas.

En términos de la posición cíclica, los cálculos indican que la moderación del crecimiento potencial en la crisis habría sido notable-

mente inferior a la caída observada en el PIB, dando lugar a una acusada brecha de producción negativa, que habría alcanzado su máximo en el año 2013, en el entorno del -6,5 % del PIB (véanse gráficos 1 y 2). A partir de 2014, la progresiva recuperación observada en la economía española ha ido reduciendo esta brecha de manera relativamente rápida. Así, se estima que la brecha, que en 2015 era de -3 pp, continuará cerrándose progresivamente a lo largo del horizonte de proyección, hasta hacerse levemente positiva en 2017³.

El patrón de progresivo cierre de la elevada brecha de producción negativa provocada por la crisis explica, junto con otros factores, que las proyecciones descritas en el recuadro 1 incorporen un repunte gradual de la inflación, cuando esta se mide en términos del IPSEBENE (al objeto de aislar el impacto directo de las oscilaciones del precio del petróleo). En efecto, el panel izquierdo del gráfico 3 muestra la existencia de una relación positiva entre la brecha de producción y la tasa de variación anual del IPSEBENE. Los valores negativos de la brecha de producción del gráfico, que se corresponden con los años posteriores al inicio de la crisis en 2008, coinciden con las tasas de inflación más reducidas⁴. En el período de proyección, el cierre progresivo de la brecha de producción favorecería la prevista recuperación del IPSEBENE, cuya tasa de variación se situaría en el 1,4 % en el promedio de 2017.

1 Véase, por ejemplo, Havik, Morrow, Orlandi, Planas, Raciborski, Roger, Rossi, Thum-Thyssen y Vandermeulen (2014), *The production function methodology for calculating potential growth rates and output gaps*, European Economy Papers, Comisión Europea.

2 La metodología utilizada en el Banco de España para la estimación del producto potencial ha sido actualizada recientemente. Véase a este respecto P. Cuadrado y E. Moral-Benito (2016), *El crecimiento potencial de la economía española*, Documentos Ocasionales, n.º 1603, Banco de España.

3 Una comparación con otras estimaciones disponibles para la economía española (realizadas por el Ministerio de Economía, la OCDE, el FMI, la Comisión Europea y el BCE) muestra un patrón similar de progresiva mejora de la posición cíclica desde los mínimos estimados en 2013. En algunos casos, no obstante, el ritmo de cierre de la brecha negativa sería menos intenso, de modo que aún mantendría ese signo en 2017.

4 De hecho, en L. J. Álvarez, A. Gómez Loscos y A. Urtasun (2015), «Asimetrías en la relación entre inflación y actividad», *Boletín Económico*, noviembre, Banco de España, pp. 47-53, se muestra cómo la respuesta de la inflación española al ciclo parece ser superior en las fases cíclicas contractivas.

LOS MECANISMOS DE SUPERVISIÓN PRESUPUESTARIA DE LA UEM

Este artículo ha sido elaborado por Pilar García Perea y Esther Gordo, de la Dirección General de Economía y Estadística.

En los últimos años se ha llevado a cabo una profunda revisión de los mecanismos de supervisión de las políticas fiscales en los países miembros de la UEM. En 2005 se inició la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que se intensificó tras el estallido de la crisis financiera, al constatarse que los esquemas existentes no habían tenido la eficacia suficiente para promover una conducción suficientemente equilibrada de las cuentas públicas durante la anterior fase expansiva. Aunque aún es pronto para juzgar la efectividad del nuevo marco, la estrategia de reforma incremental ha dado lugar a un entramado de normas y procedimientos que, en la práctica, resulta complejo. En este artículo se hace un repaso de este proceso de reforma y se señalan algunos de los retos a los que se enfrenta el marco resultante.

Introducción

Los desequilibrios macroeconómicos y fiscales acumulados en los años anteriores a la crisis financiera y soberana plantearon dudas sobre la efectividad de los procedimientos de coordinación y supervisión de las políticas económicas de los Estados miembros de la UEM. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), que constituye el mecanismo nuclear de la supervisión de las políticas presupuestarias, no fue suficiente para promover el necesario saneamiento de las cuentas públicas durante la fase de expansión. De este modo, tras el estímulo fiscal adoptado de manera coordinada en la UE en 2008, numerosos países tuvieron que afrontar políticas de consolidación presupuestaria que acentuaron la debilidad de la actividad económica.

En los últimos años se ha llevado a cabo una profunda revisión de la gobernanza presupuestaria, que se inició en 2011 con la entrada en vigor de un conjunto de medidas legislativas denominado *Six Pack*, orientadas a reforzar la disciplina presupuestaria mediante la introducción de nuevas reglas y procedimientos y el fortalecimiento de las sanciones. Posteriormente, se firmó el Tratado de Estabilidad, Convergencia y Gobernanza en 2012 –denominado *Fiscal Compact*–, por el que los países se comprometen a trasladar a sus respectivos marcos jurídicos el objetivo de equilibrio presupuestario a lo largo del ciclo. Y, finalmente, dos regulaciones de la Comisión Europea (CE) que entraron en vigor en 2013, el denominado *Two Pack*¹, que fortalecen el carácter preventivo de la supervisión fiscal, al otorgar a la CE capacidad para emitir una opinión de los presupuestos nacionales antes de que estos se aprueben en el Parlamento.

El proceso de reforma ha tenido un carácter incremental, ya que a partir de un marco inicial se han ido añadiendo reglas y mecanismos que tratan de abordar las debilidades puestas de manifiesto a lo largo de su andadura y de eliminar la ambigüedad con la que se definieron algunos de los elementos del PEC en su diseño original. Este proceso de revisión de reglas y procedimientos se ha llevado a cabo bajo las premisas de buscar un difícil equilibrio entre el rigor presupuestario y la necesidad de preservar cierta flexibilidad y de mantener la capacidad estabilizadora de la política fiscal, en un contexto económico

¹ Los dos reglamentos del *Six Pack* destinados a reforzar la disciplina presupuestaria son el reglamento 1174/2011 y el 1176/2011, publicados en el *Diario Oficial de la Unión Europea* de 23 de noviembre de 2011. Por su parte, el *Two Pack* está compuesto por las regulaciones 472/2013 y 473/2013.

REGLAS	INSTRUMENTO U OBJETIVO
Déficit de las AAPP inferior al 3 % del PIB.	Déficit en porcentaje del PIB.
Ratio de deuda inferior al 60 % del PIB, o disminuyendo a un ritmo satisfactorio (al menos, 1/20 de la diferencia entre el nivel de deuda observado y el 60 %).	Ratio de deuda en porcentaje del PIB.
Cumplimiento del objetivo de medio plazo (OMP) o de la senda de ajuste hacia él (0,5 pp, en circunstancias normales).	Saldo estructural en porcentaje del PIB potencial.
Regla de gasto.	Crecimiento del gasto público ajustado de ingresos extraordinarios.
PROCEDIMIENTOS	
COMPONENTE CORRECTIVO. PROCEDIMIENTO DE DÉFICIT EXCESIVO	
<i>Apertura: países con déficit superior al 3 % del PIB o ratio de deuda superior al 60 % del PIB, sin que disminuya a un ritmo satisfactorio.</i>	
Procedimiento: la CE elabora un informe bajo el artículo 123 (4), en el que tiene en cuenta la existencia de «factores relevantes». El Consejo ECOFIN decide por mayoría cualificada.	
Si se considera que existe déficit excesivo, se establecen:	
1 Plazo de corrección. 2 Senda de ajuste del déficit. 3 Esfuerzo de ajuste en términos estructurales (al menos, 0,5 pp, en circunstancias normales).	
Seguimiento: la CE examina si el país ha tomado «acciones efectivas» en primavera, con la presentación de los programas de estabilidad, y en otoño, de acuerdo con los borradores presupuestarios.	
Cláusulas de salvaguarda: a) en la apertura del procedimiento, si las desviaciones respecto al 3 % son de tamaño reducido y de carácter transitorio y se produce un evento inusual fuera del control del Estado que tiene un impacto significativo sobre la situación financiera de las AAPP o una recesión económica grave; b) extensión del plazo de corrección si el país ha tomado «acciones efectivas» y se produce un evento inusual fuera del control del Estado que tiene un impacto significativo sobre la situación financiera de las AAPP o una recesión grave en el conjunto del área del euro o de la UE.	
COMPONENTE PREVENTIVO	
1 OMP específico para cada país. Si el país no cumple el OMP, deberá aproximarse hacia él según una matriz que define el ajuste en términos del saldo estructural exigido, en función del nivel del <i>output gap</i> y del nivel de deuda.	
2 Regla de gasto: el crecimiento del gasto público, una vez descontados los ingresos de carácter extraordinario, no puede superar el crecimiento del PIB potencial a medio plazo.	
Seguimiento: en primavera, con la presentación de los programas de estabilidad, y en otoño, de acuerdo con los borradores presupuestarios.	
Procedimiento de desviación significativa: se inicia, con carácter general, si la desviación del esfuerzo de ajuste respecto al OMP supera 0,5 pp en un año, o 0,25 pp en el promedio de dos años consecutivos y, atendiendo a la regla de gasto, cuando la desviación tenga un impacto total sobre el saldo público de, al menos, el 0,5 % del PIB en un año o acumulado en dos años consecutivos.	
Cláusulas de salvaguarda: se permiten desviaciones transitorias en caso de que se produzca un evento inusual fuera del control del Estado que tiene un impacto significativo sobre la situación financiera de las AAPP o una recesión económica grave en el conjunto del área. Cláusula de reformas estructurales y de inversión.	

FUENTE: Elaboración propia, a partir de la Comisión Europea.

complejo, marcado por episodios recurrentes de tensiones en algunos mercados de deuda soberana y por la debilidad de la recuperación económica.

El resultado de este proceso de reforma es un entramado de reglas y procedimientos que no está exento de ciertas complejidades, según reconoce el Informe de los Cinco Presidentes². Por ello, desde diversos ámbitos se reclama una simplificación que contribuya a aumentar la credibilidad de un marco que resulta esencial para garantizar la estabilidad económica y financiera y el buen funcionamiento de la UEM.

En este artículo se hace una revisión de los mecanismos de supervisión presupuestaria en la UEM en los años recientes y de las principales características del marco resultante. Para ello, en el primer epígrafe se describen los argumentos conceptuales que subyacen a la creación del PEC y los principales elementos con que contaba su diseño original y que

² Juncker, Tusk, Dijsselbloem, Draghi y Schulz (2015).

perdurar en la actualidad. En la segunda sección se hace un repaso de la reforma que ha tenido lugar en los años recientes. Finalmente, se describen los principales retos pendientes.

Los orígenes del Pacto de Estabilidad y Crecimiento

El PEC³ es el conjunto de reglas y procedimientos que emplean los países de la UE para supervisar las políticas fiscales de sus Estados miembros⁴. Su objetivo es preservar la sostenibilidad de las cuentas públicas, manteniendo al mismo tiempo el carácter estabilizador de la política fiscal. Para ello, el pacto se sustenta en el principio de supervisión multilateral. De este modo, la CE es el organismo encargado de analizar si los presupuestos y los programas de estabilidad que con carácter anual elaboran los distintos Estados miembros cumplen con los compromisos adquiridos en el marco del PEC. A partir de las conclusiones de este análisis, la CE establece propuestas o recomendaciones que, con carácter general, deberán aprobarse por mayoría cualificada en el Consejo de la UE —en su formación ECOFIN, compuesta por los ministros de Economía y Finanzas—.

Las raíces del PEC se encuentran en el Tratado Constitutivo de la Unión Económica y Monetaria —el Tratado de Maastrich, de 1992—. La distribución de competencias en materia de política económica que se consensuó en ese tratado se inspiró en el principio de subsidiariedad, que trataba de preservar la soberanía nacional en aquellas áreas que, aun siendo vitales para el funcionamiento de la moneda única, no se consideró necesario unificar o centralizar. En consecuencia, la responsabilidad última del diseño de la política fiscal y, con carácter general, del resto de las políticas distintas de la monetaria permaneció en manos de cada Estado miembro.

No obstante, los arquitectos de la UEM fueron muy conscientes de la necesidad de introducir mecanismos para que los países internalizaran las implicaciones de sus decisiones presupuestarias y reducir así los incentivos que podían llevarles a establecer políticas demasiado laxas. Por ello se acordó establecer un conjunto de salvaguardas que se articularon en torno a varios elementos fundamentales, como la prohibición de financiación monetaria, que impide que el Banco Central Europeo financie los déficits de los Gobiernos, y la cláusula de no rescate (*no bail-out*), que prohíbe la prestación de asistencia financiera a cualquier país que experimente necesidades. Con estos dos principios se confiaba en que los mercados financieros ejercieran su función disciplinadora, exigiendo mayores tipos de interés a los países que acumulasen riesgos presupuestarios. Y para reforzar el papel de los mercados se articuló un sistema de reglas y procedimientos que tratan de poner límites a los niveles de déficit y de deuda públicos para los países de la UE, que constituyen el PEC.

De acuerdo con la literatura sobre reglas fiscales, el establecimiento de criterios de carácter numérico contribuye a atenuar el «sesgo hacia el déficit» presente en las decisiones presupuestarias de la mayoría de los Gobiernos. Entre los motivos que contribuyen a explicar este sesgo destaca el hecho de que las decisiones de política presupuestaria se ven influidas por la duración de las legislaturas políticas, que tiende a limitar el horizonte de planificación de los Gobiernos y no permite internalizar las consecuencias de sus decisiones sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas. La existencia de asimetrías en la información o de información incompleta justifica que los contribuyentes no sean capaces de percibir en toda su magnitud ni las consecuencias de estas decisiones para el bienestar

3 Los textos legales correspondientes son las regulaciones del Consejo 1466/97 y 1467/97.

4 En el sitio web de la CE se puede obtener los textos legales sobre el PEC, sus distintos componentes y las reformas implementadas. Además, la CE ha elaborado manuales muy detallados sobre la aplicación del PEC [Comisión Europea (2013a y 2013b)].

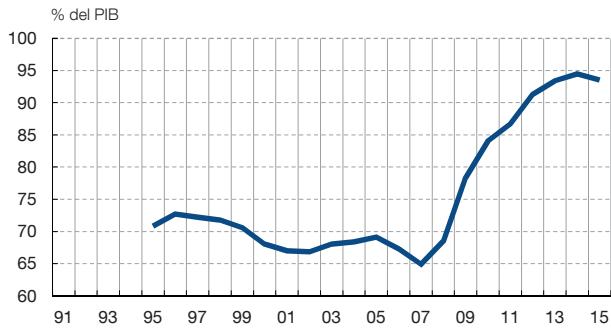
MECANISMOS DE SUPERVISIÓN PRESUPUESTARIA EN LA UEM

GRÁFICO 1

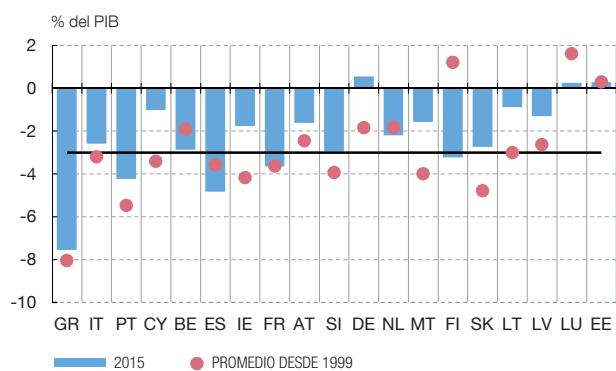
1 SALDO PRESUPUESTARIO Y SALDO ESTRUCTURAL DE LA UEM



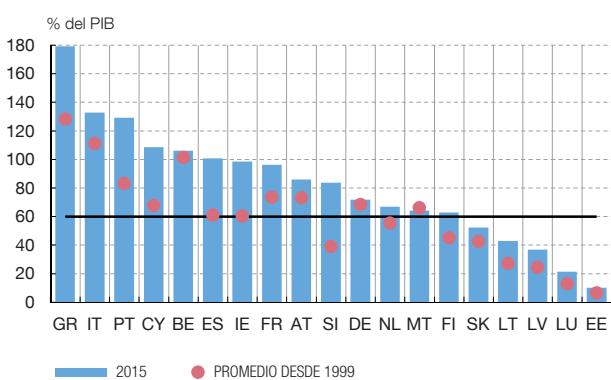
2 DEUDA PÚBLICA DE LA UEM



3 SALDO PRESUPUESTARIO, POR PAÍSES



4 DEUDA PÚBLICA, POR PAÍSES



FUENTE: AMECO.

social ni su impacto sobre las generaciones futuras [véase Alesina y Perotti (1995)]. En el contexto de la UEM, se pensaba que el establecimiento de reglas fiscales ayudaría a que los Gobiernos internalizaran las implicaciones de sus decisiones sobre el conjunto de los ciudadanos, las generaciones futuras y el resto de sus socios. Además, la existencia de reglas se justifica por la relevancia que adquiere la función estabilizadora de la política fiscal para hacer frente a las fluctuaciones cíclicas de los países, ante la pérdida de autonomía monetaria y cambiaria.

La existencia de este sesgo hacia el déficit en el área del euro puede comprobarse en el gráfico 1, donde se aprecia que, antes de la entrada en vigor del PEC en 1997, el déficit promedio del área del euro se situó en torno al 5 % del PIB y, posteriormente, disminuyó notablemente y llegó a situarse cerca del equilibrio en los momentos previos a la crisis financiera (véase gráfico 1). Por su parte, la ratio de deuda se mantuvo en niveles elevados: en torno al 70 % en los noventa y ascendió drásticamente tras el estallido de la crisis, hasta situarse en el 90 % del PIB en 2015.

En su diseño original, el PEC se estructuró en torno a dos reglas fundamentales: la obligación de los países de no registrar «déficits excesivos», definidos en el tratado como aquellos que superan el 3 % del PIB (artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la UE); y la necesidad de lograr a medio plazo un saldo presupuestario próximo al equilibrio o con superávit (*close to balance or in surplus*, en la terminología anglosajona). También se exigía que la ratio de deuda pública se situase por debajo del 60 % del PIB, o que se redujese a

un ritmo satisfactorio hacia ese valor de referencia, aunque este criterio no se hizo operativo hasta la reforma de 2011.

Para supervisar el cumplimiento de estas reglas, se articuló un esquema con dos componentes (o vertientes) que tratan de modular el grado de vigilancia o supervisión a que son sometidos los países en función de la magnitud de sus desequilibrios fiscales. La vertiente preventiva se aplica con carácter general a los países que registran un déficit inferior al 3 % del PIB y su objetivo principal es que estos mantengan un saldo presupuestario próximo al equilibrio o con superávit a medio plazo, denominado «objetivo de medio plazo» (OMP). El cumplimiento de este objetivo debería permitir que los países generen un margen de maniobra suficiente para que, en las fases de desaceleración, los estabilizadores automáticos puedan operar plenamente, sin que el déficit supere la referencia del 3 % del PIB (salvo, probablemente, en circunstancias muy adversas). Por otra parte, el mantenimiento de un saldo presupuestario próximo al equilibrio a lo largo del ciclo facilita que la ratio de deuda pública sobre el PIB se reduzca progresivamente, contribuyendo a la sostenibilidad de las cuentas públicas a medio y largo plazo. De este modo, el componente preventivo otorga relevancia a los objetivos de estabilización y de sostenibilidad de la política fiscal. En la práctica, el OMP, que ocupa un lugar central en la supervisión fiscal europea⁵, se define sobre el saldo presupuestario en términos estructurales. Por su parte, la vertiente correctiva se aplica con carácter general a los países con déficits superiores al umbral del 3 % del PIB, para los que el tratado establece la apertura del denominado «Procedimiento de Déficit Excesivo» (PDE), por el que se someten a una estrecha vigilancia las decisiones de carácter presupuestario de ese país.

Cabe mencionar que la decisión sobre la existencia o no de un déficit excesivo no es automática. El proceso comienza con la elaboración de un informe por parte de la CE, en el que se tienen en consideración un conjunto de «factores relevantes» para las finanzas públicas, entre los que se incluyen la situación económica del país, la realización de reformas estructurales o la situación presupuestaria a medio plazo. El Consejo, de acuerdo con una propuesta de la CE, toma una decisión final al respecto. En caso afirmativo, dirigirá una recomendación al Estado de que se trate, para que este adopte «acciones efectivas» con el fin de corregir el déficit excesivo en un plazo determinado. Si tras ello persiste el incumplimiento, el proceso establece una sucesión de advertencias y medidas graduales, tendentes a disuadir al país incumplidor. En caso de incumplimiento reiterado, el proceso podría finalizar con la imposición de sanciones económicas, aunque estas nunca han llegado a aplicarse.

Además, en consonancia con las recomendaciones habituales en la literatura sobre reglas fiscales, el tratado introdujo cláusulas de salvaguarda, que permiten que el déficit supere el valor de referencia con carácter extraordinario y transitorio en circunstancias excepcionales. Estas circunstancias se refieren a un acontecimiento inusual fuera del control del Estado miembro afectado y que incide de manera significativa en la situación financiera de las Administraciones Públicas (AAPP) o a una recesión económica grave, que inicialmente quedó circunscrita a una contracción anual del PIB de, al menos, un 2 %.

⁵ La estimación del saldo en términos estructurales se obtiene como diferencia entre el déficit público observado y el de carácter cíclico, eliminando además el efecto de algunas medidas excepcionales, como las asociadas a la asistencia a las entidades bancarias. El saldo ajustado de ciclo se calcula de acuerdo con una metodología consensuada entre la CE y los Estados miembros de la UE a partir de la aplicación de elasticidades de ingresos y gastos públicos a la desviación entre el PIB observado y el potencial o tendencial.

En noviembre de 2003, el pacto se situó ante una encrucijada por la falta de consenso entre la Comisión y el Consejo acerca del establecimiento de sanciones a Francia y a Alemania, que, a pesar de ser las grandes potencias impulsoras del PEC, habían excedido los límites fiscales establecidos. Detrás de esta situación subyacía la opinión, bastante generalizada, de que, en la práctica, el PEC constreñía excesivamente el margen de maniobra fiscal de los países en las fases de desaceleración económica, impidiendo la aplicación de una política fiscal de carácter contracíclico⁶. Y esto era así porque durante esos años se puso el foco de atención en el cumplimiento del criterio de déficit nominal del 3 % del PIB, que no garantizaba que se generasen mejoras suficientes durante las fases de auge para que esa referencia no constituyese una restricción en circunstancias adversas.

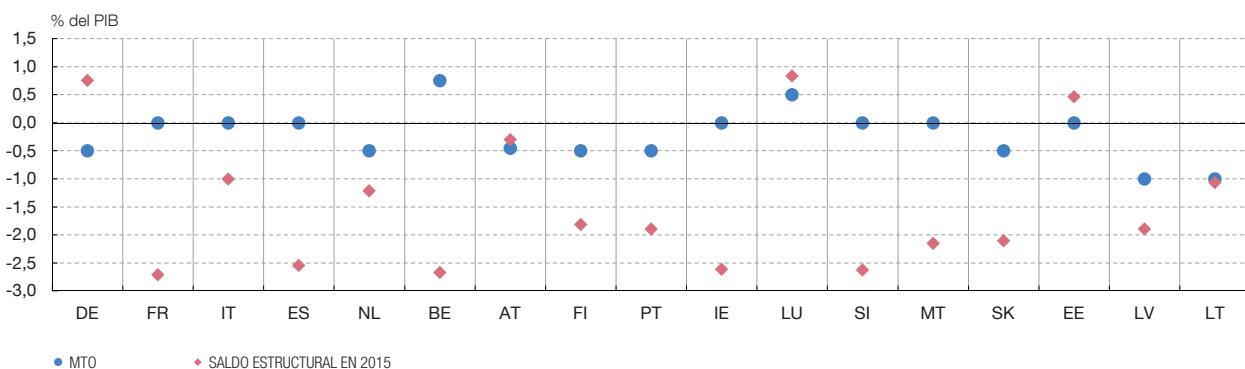
En consecuencia, en 2005 se abordó una primera reforma del pacto, que introdujo algunos elementos de flexibilidad y racionalidad económica en las reglas, que algunos interpretaron como una relajación de los compromisos. Al mismo tiempo, se fortaleció el carácter preventivo de la supervisión, modulando los requisitos de ajuste en función de las circunstancias económicas y de los riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas. En particular, en lo que respecta al componente correctivo, la revisión tuvo como consecuencia una ampliación de los plazos de corrección del déficit excesivo, al tiempo que se añadieron más consideraciones —o «factores relevantes»— que se pueden tener en cuenta en el momento de determinación de su existencia. Asimismo se introdujo la posibilidad de extender el plazo de corrección de un déficit excesivo, siempre y cuando el país haya tomado acciones efectivas para cumplir los compromisos y se produzcan eventos inusuales fuera del control del país con un gran impacto en la situación financiera de las AAPP o en caso de una recesión económica grave. Respecto a esta última, su definición se hizo menos rigurosa, al comprender no solo situaciones de contracción del PIB, sino también un período de crecimiento de este inferior al potencial.

En el componente preventivo, la reforma introdujo la posibilidad de establecer OMP específicos para cada país, teniendo en cuenta, entre otros factores, el nivel de deuda pública, el potencial de crecimiento o los pasivos implícitos asociados al envejecimiento de la población⁷. En particular, los países con menores niveles de deuda pública, crecimiento potencial más elevado y menores presiones sobre el gasto asociado al envejecimiento pueden tener un déficit de hasta el 1 % del PIB, en términos estructurales, mientras que para el resto se establecen objetivos más estrictos (véase gráfico 2). Con ello se pretende mejorar el grado de compromiso de cada país con su objetivo.

Por otra parte, la credibilidad del OMP se vio reforzada al permitir modular los requisitos de ajuste hacia él en función de las circunstancias económicas de cada país, de los niveles de deuda y de la implementación de reformas estructurales. En concreto, para los países que no han alcanzado el OMP, el PEC exige con carácter general un esfuerzo de ajuste anual del 0,5 % del PIB, en términos estructurales. Pero, al mismo tiempo, se permite que ese esfuerzo sea menor en épocas de desaceleración, siempre y cuando sea más intenso en las fases de bonanza económica. Asimismo, para los países con una deuda pública por encima del 60 % del PIB o con riesgos elevados para la sostenibilidad

6 No obstante, la evidencia empírica, limitada por el reducido número de años que habían transcurrido desde la introducción del PEC, no sustentaba que este hubiese favorecido la existencia de una política fiscal de carácter procíclico [véase Galí y Perotti (2003)]

7 El cumplimiento de un OMP del 0,5 % del PIB conduciría a largo plazo a niveles de deuda muy reducidos. Por ello, la fórmula de cálculo de esos objetivos tiene en cuenta las ratios de deuda y los factores fundamentales que pueden incidir en ella. Los OMP se revisan cada tres años para tener en cuenta estas circunstancias, aunque, dados los elevados niveles de deuda actuales, esta circunstancia no es preocupante.



FUENTE: AMECO.

a Se presenta la información para todos los países, excepto Grecia y Chipre, aunque se encuentren en el componente correctivo del PEC.

de las finanzas públicas, el ajuste estructural debería superar el 0,5 % del PIB. También se introdujo la posibilidad de permitir desviaciones del OMP o de la senda de ajuste hacia dicho objetivo cuando se lleven a cabo reformas estructurales que contribuyan a mejorar la sostenibilidad de las cuentas públicas a medio plazo.

LA ENTRADA EN VIGOR DEL SIX PACK

Solo dos años después de esta primera reforma, en 2007, el estallido de la crisis financiera volvió a poner en evidencia las debilidades de este marco. Por un lado, el cumplimiento del criterio de déficit en algunos países no fue condición suficiente para garantizar una corrección significativa de la ratio de deuda pública, que en el promedio de la zona del euro superaba ampliamente el valor de referencia del 60 % del PIB. Por otro lado, los esfuerzos de ajuste estructural realizados en el componente preventivo también fueron limitados y no generaron el margen de maniobra suficiente para afrontar el deterioro de la situación económica que se produjo, lo que derivó en un drástico deterioro de las cuentas públicas en muchos de los países miembros (véase gráfico 1).

Entre las razones que contribuyen a explicar el escaso rigor presupuestario en el período previo a la crisis, diversos autores destacan, por un lado, una cierta infravaloración de los efectos positivos del ciclo económico sobre las finanzas públicas, que permitió que en algunos países el incremento de los ingresos se percibiera como permanente y se utilizase para financiar aumentos del gasto, cuando en realidad tenía un componente transitorio elevado, ligado al incremento del precio de los activos o al auge del sector inmobiliario. También surgieron dudas sobre la calidad de las estadísticas en algunos países y, con carácter más general, sobre el grado de realismo de los escenarios macroeconómicos sobre los que se asentaban los planes presupuestarios a corto y medio plazo, lo que provocó desviaciones sistemáticas respecto a los objetivos comprometidos [véase Hernández de Cos (2014)].

Uno de los principales objetivos de la reforma (que dio lugar al bloque de medidas conocido como *Six Pack*) fue hacer operativo el criterio de deuda, para asegurar la convergencia de esta hacia la referencia del 60 % del PIB a largo plazo. Así, a partir de esta reforma, los países que presenten una ratio de deuda superior al 60 % del PIB estarán sujetos al PDE, a no ser que esta se modere a un ritmo satisfactorio, lo que requiere que, en los tres años anteriores a la valoración, la deuda se reduzca 1/20 del exceso sobre la referencia del 60 % del PIB⁸.

8 Para los países que se encontraban en el componente correctivo del PEC en el momento de la entrada en vigor de este criterio se establecieron períodos transitorios de excepción.

En un ámbito más operativo, se ampliaron las situaciones en las que puede concederse una ampliación del plazo para corregir un déficit excesivo, para tener en cuenta la posibilidad de una recesión en el conjunto del área del euro. También se concretó el procedimiento que se ha de seguir para determinar si un país ha tomado o no acciones efectivas, lo que resulta esencial para definir los siguientes pasos en el PDE. En particular, esta decisión se adopta tras un análisis complejo que incluye dos enfoques complementarios. En primer lugar, el denominado «análisis top-down» parte del saldo agregado de las AAPP y trata de estimar su componente discrecional ajustando por los efectos del ciclo económico. Este ajuste tiene en cuenta un conjunto de factores que pueden afectar a la estimación del componente cíclico, como, por ejemplo, el hecho de que las elasticidades de los impuestos varíen a lo largo del ciclo o la composición del crecimiento. El segundo enfoque es el análisis *bottom-up*, que estima el componente discrecional de la política fiscal a partir de una cuantificación del impacto presupuestario de las medidas discretionales adoptadas. La complejidad de este proceso responde a la incertidumbre existente en torno a la estimación del saldo estructural en tiempo real.

Por su parte, en el componente preventivo la reforma introdujo una nueva regla de gasto que limita el crecimiento del gasto público al del PIB potencial, a no ser que el exceso de gasto venga acompañado de medidas discretionales equivalentes por el lado de los ingresos. Para los países que todavía no han alcanzado su OMP, el crecimiento del gasto (neto de medidas discretionales por el lado de los ingresos) debe ser inferior al PIB potencial, para asegurar una convergencia hacia ese objetivo. Con ello se pretende evitar que, en las fases de expansión, el aumento de los ingresos se destine a financiar un mayor gasto, como sucedió en España o en Irlanda durante los años del *boom* inmobiliario. Además, la literatura empírica tiende a sustentar la evidencia de que los marcos fiscales más efectivos son aquellos que introducen límites explícitos al gasto público [Ljugman (2008)].

Finalmente, para reforzar el grado de compromiso con el OMP o con la nueva regla de gasto se introdujo el «procedimiento de desviación significativa». A partir de los programas de estabilidad y convergencia que los países presentan anualmente, la CE evalúa el ajuste presupuestario realizado en el año previo y trata de determinar si existe una «desviación significativa» —entendida como una desviación de 0,5 puntos porcentuales (pp) en un año, o de 0,25 pp en el promedio de dos años consecutivos— respecto al OMP, la senda de ajuste acordada o la regla de gasto⁹. La aparición de desviaciones significativas pone en marcha un procedimiento que puede concluir con la aplicación de sanciones financieras. De este modo, se extienden las sanciones a la vertiente preventiva del PEC tratando de evitar una debilidad del anterior marco, ya que las eventuales sanciones solo se podían imponer en una etapa muy tardía del proceso, lo que debilitaba su carácter disuasorio.

Al establecerse un procedimiento más estricto en el brazo preventivo, también se extendieron a él las cláusulas de salvaguarda para «situaciones excepcionales», que ya se aplicaban en el componente correctivo.

Finalmente, se introdujeron algunas modificaciones tendentes a reforzar el papel de la CE y a mejorar el grado de automatismo en la imposición de sanciones. Para ello, se introdujo la regla de mayoría cualificada inversa en su votación, que hace que las recomendaciones o propuestas de la Comisión se consideren aceptadas, a menos que exista una mayoría

⁹ Tras la introducción de la regla de gasto en el componente preventivo, para que se considere que existe una desviación significativa respecto al cumplimiento de los objetivos será necesario que se haya incumplido, al menos, un criterio y que exista un cumplimiento muy limitado del otro.

EL TRATADO DE ESTABILIDAD, COORDINACIÓN Y GOBERNANZA Y EL TWO PACK

cualificada de miembros del Consejo que se manifieste en contra. Ello dificulta que se alcancen minorías de bloqueo, como había sucedido en 2003, cuando el bloqueo de Francia y de Alemania derivó en la suspensión del pacto. No obstante, las restantes decisiones previas a la imposición de una sanción (como, por ejemplo, la decisión de si un país tiene o no déficit excesivo, o la de si se han tomado acciones efectivas) se siguen adoptando por mayoría cualificada.

Las reformas realizadas hasta el momento tenían como objetivo principal mejorar la efectividad de los componentes correctivo o preventivo del PEC mediante la introducción de nuevas reglas o haciendo operativo alguno de los aspectos de las ya existentes, al tiempo que introducían incentivos o sanciones para incrementar el grado de implementación. Por el contrario, el denominado *Two Pack* y el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria (TECG) adoptan un enfoque algo distinto, al tratar de crear una primera línea de defensa de la disciplina fiscal en los marcos fiscales nacionales e introduciendo y reforzando el papel de las instituciones fiscales independientes en la supervisión fiscal.

En particular, los países firmantes del TECG¹⁰, también denominado *Fiscal Compact*, se obligaron a trasladar a los marcos jurídicos nacionales —preferiblemente, a la Constitución— el compromiso de mantener un saldo presupuestario equilibrado a lo largo del ciclo, y a introducir un mecanismo automático de corrección de las posibles desviaciones¹¹. En concreto, este tratado establece un límite del 0,5 % del PIB para el déficit estructural, algo más estricto que el 1 % incorporado en la vertiente preventiva del PEC. En la práctica, sin embargo, esto no supone una restricción adicional, porque, como se muestra en el gráfico 2, la mayoría de los países han adoptado objetivos nacionales específicos de medio plazo equivalentes o inferiores a un déficit estructural del 0,5 % del PIB.

Además, el *Fiscal Compact* introduce con carácter obligatorio un nuevo elemento en los marcos de gobernanza fiscal: las autoridades fiscales independientes. Estas instituciones tienen el mandato de evaluar las previsiones macroeconómicas que subyacen a los presupuestos de las AAPP y el grado de cumplimiento de las reglas fiscales nacionales y supranacionales. Su creación ha venido avalada por un conjunto de trabajos empíricos recientes que apuntan a sus efectos beneficiosos para la disciplina fiscal en los países que disponen de ellas desde hace varias décadas (como Austria, Bélgica y Holanda, en el caso de la UE). El principal argumento a favor de la implantación de estas instituciones es que la realización y la publicación de sus análisis, independientes de los presupuestos y de las medidas fiscales, pueden favorecer el cumplimiento de las reglas y de los objetivos, al proporcionar una mayor información y transparencia a los ciudadanos. De esta forma, en caso de que persigan actuaciones presupuestarias inadecuadas, es más probable que las autoridades perciban los correspondientes costes de reputación [Wyplosz (2012)]¹².

Por su parte, el denominado *Two Pack* complementa el marco de supervisión presupuestaria mediante nuevas disposiciones, orientadas a fortalecer los mecanismos de detección temprana de riesgos de incumplimiento y a facilitar que las recomendaciones del Consejo se puedan incorporar en la fase de diseño de los presupuestos. De acuerdo con el *Two Pack*,

¹⁰ Este tratado, de carácter intergubernamental, fue firmado por todos los países de la UE, menos Reino Unido y República Checa.

¹¹ La CE estableció unos principios comunes para guiar a los países en el establecimiento de este mecanismo corrector, que deberá respetar la normativa europea en lo que se refiere a la definición de las cláusulas de salvaguarda que obligan a su activación o el procedimiento de «desviación significativa».

¹² Gordo, Hernández de Cos y Pérez (2015) realizan una revisión de las principales características de las instituciones fiscales independientes que se han creado en la UEM.

los países deberán enviar sus borradores presupuestarios a la CE en otoño de cada año, incluso antes de que los hayan aprobado los Parlamentos nacionales. La CE elabora entonces un informe en el que se evalúa el grado de cumplimiento de los compromisos fiscales, con los criterios y procedimientos habituales, dependiendo de si el país se encuentra en el componente preventivo o en el correctivo. Si se considera que existe riesgo de incumplimiento, la CE podría recomendar al país que envíe un presupuesto modificado, aunque esta recomendación no tiene carácter vinculante. Adicionalmente, para los países que se encuentran en el componente correctivo, existe la posibilidad de que la CE emita una «recomendación autónoma», en la que podría exigir medidas adicionales si se considera que los borradores de presupuestos vulneran el compromiso de corrección de un déficit excesivo¹³.

Adicionalmente, el *Two Pack* incorpora el requisito de que los borradores presupuestarios se basen en previsiones macroeconómicas elaboradas o valoradas por instituciones fiscales independientes. Con ello se pretende evitar el sesgo que por esta vía se introduce en los resultados presupuestarios, cuya importancia se ha puesto de manifiesto en la abundante evidencia empírica que existe en torno a esta cuestión [véase, por ejemplo, Frankel y Schreger (2012)]¹⁴.

LA REFORMA DE 2015

Por último, en 2015 la CE introdujo avances adicionales en la concreción de algunas normas del PEC. El objetivo en esta ocasión era tratar de satisfacer la demanda generalizada de «flexibilidad dentro de las reglas del Pacto» que se había planteado desde distintas instituciones públicas y privadas, ante el deterioro de la situación económica de la UEM [Micossi y Peirce (2014)]. La comunicación de la CE [Comisión Europea (2015b)], que comenzó a aplicarse en enero de 2015, parte del principio de que el ajuste fiscal no tiene que ser igual para todos los países. Asimismo, aclara cómo se puede modular el esfuerzo de ajuste hacia el OMP, en el componente preventivo, para tener en consideración las condiciones cíclicas de los países miembros de la UEM y los niveles de deuda¹⁵. Al mismo tiempo, se establece la posibilidad de permitir desviaciones transitorias del OMP o del esfuerzo de ajuste hacia él, si el país realiza reformas estructurales o gastos en inversión pública. En definitiva, esta comunicación trata de explotar al máximo el margen existente en el PEC para establecer políticas contracíclicas, sin que el déficit supere el límite del 3% del PIB. Para los países en el componente correctivo, la CE recuerda la posibilidad de extender el plazo de corrección del déficit excesivo si se realizan reformas estructurales, siempre y cuando el Estado haya adoptado «acciones efectivas».

Los retos del marco fiscal europeo

En definitiva, el proceso de reforma del marco de gobernanza fiscal europeo ha venido condicionado, por un lado, por la tensión entre los objetivos de sostenibilidad y de estabilización y, por otro, por el dilema entre rigor y flexibilidad que está siempre presente en el debate sobre el diseño de la política fiscal.

Por otra parte, desde sus inicios, el PEC no ha demostrado la efectividad o el carácter disuasorio suficiente para evitar el sesgo hacia el déficit presente en las decisiones de la mayoría de los Gobiernos. Como se aprecia en el gráfico 3, el incumplimiento de las reglas

13 En marzo de 2016, la CE realizó una recomendación autónoma a España, en la que recomienda la adopción de medidas que garanticen la corrección del déficit excesivo en ese año. Previamente, en 2014 la CE había realizado una recomendación autónoma a Francia y a Eslovenia.

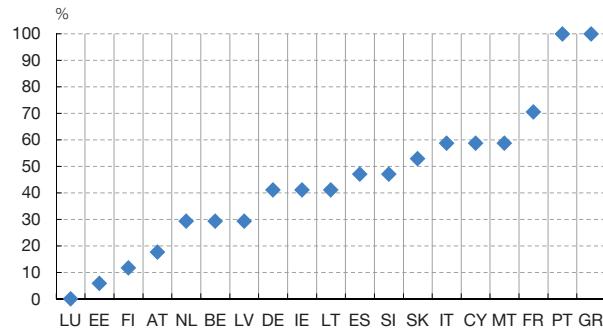
14 Entre los requisitos mínimos que deben satisfacer los marcos fiscales nacionales, según la directiva sobre marcos presupuestarios nacionales que también forma parte del *Six Pack*, se enfatiza igualmente la necesidad de que los presupuestos se asienten sobre escenarios macroeconómicos y presupuestarios realistas. Adicionalmente, la directiva establece otros requisitos relacionados con la calidad y el control de las estadísticas de las AAAPP, las reglas fiscales numéricas o la planificación presupuestaria a medio plazo.

15 Para ello, la CE ha elaborado una matriz que relaciona el esfuerzo de ajuste estructural que como mínimo ha de realizar el país en función de su situación cíclica, medida por el *output gap*, y sus niveles de deuda pública.

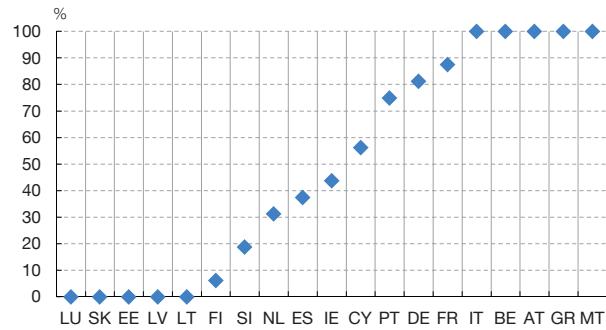
PORCENTAJE DE INCUMPLIMIENTOS DE LOS CRITERIOS DE DÉFICIT Y DEUDA PÚBLICOS

GRÁFICO 3

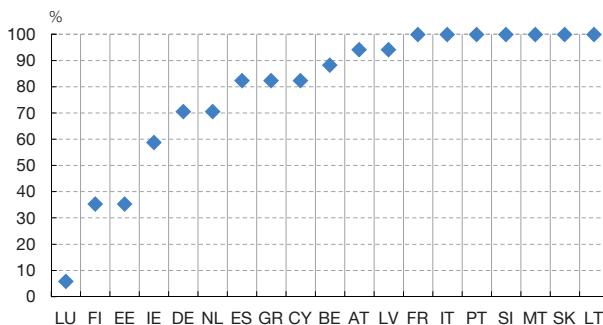
1 CRITERIO DE DÉFICIT PÚBLICO (a)



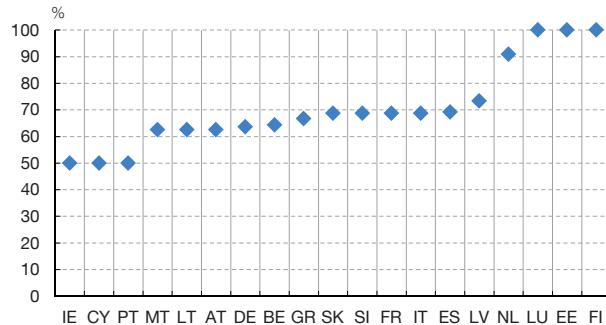
2 CRITERIO DE DEUDA PÚBLICA (b)



3 OBJETIVO DE MEDIO PLAZO (c)



4 ESFUERZO FISCAL ANUAL MÍNIMO (d)



FUENTES: AMECO y Eyraud y Wu (2015).

- a Porcentaje de años entre 1999 y 2015 en los que el déficit público es superior al 3 % del PIB.
- b Porcentaje de años en los que la ratio de deuda es superior al 60 % del PIB.
- c Porcentaje de años en los que el saldo estructural es inferior al -0,5 % del PIB potencial.
- d Porcentaje de años en los que, si el saldo estructural es inferior al -0,5 % del PIB potencial, se produce una mejora de aquel en el año siguiente superior al 0,5 % del PIB potencial.

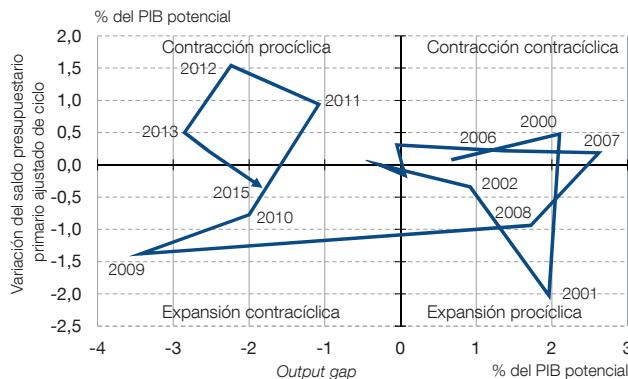
de déficit y de la ratio de deuda fue generalizado por países. Desde 1997, la mayoría de los países del área del euro —con la excepción de Estonia y de Luxemburgo— han estado sujetos al PDE, y en algunos casos con carácter reiterado. Tampoco los países en el componente preventivo han cumplido en general el requisito de realizar un ajuste del saldo estructural de, al menos, 0,5 pp del PIB, hasta alcanzar su OMP.

En los últimos años se han añadido reglas necesarias para abordar las debilidades que se iban poniendo de manifiesto en el marco inicial y que, en esencia, otorgan más prominencia a los objetivos de deuda, esenciales para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas, y al control del gasto, variable sobre la que suele recaer gran parte de las desviaciones que se producen en la ejecución presupuestaria de la mayoría de los países.

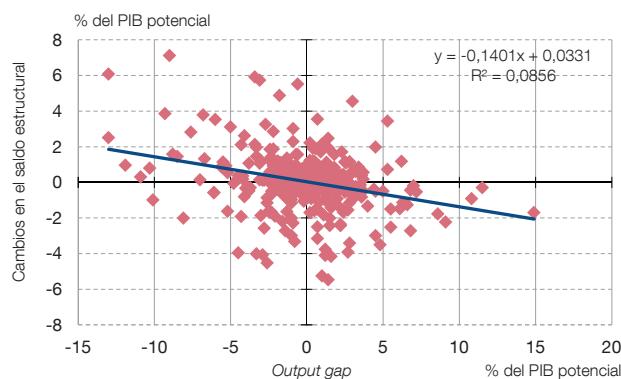
Aunque persisten objetivos en términos del déficit y de la ratio de deuda nominales, las sucesivas revisiones de los procedimientos han situado el saldo estructural en el centro de todo el proceso de supervisión. Esto se refiere tanto a los objetivos de medio plazo y la senda de ajuste hacia ellos, que se definen en términos estructurales, como a la regla de gasto y al requisito de reducción de la deuda, que, en la práctica, por la forma en que se definen, entrañan también un compromiso de ajuste en términos de saldo estructural [Eyraud y Wu (2015)]¹⁶.

16 Como se indicó anteriormente, la regla de gasto establece que la tasa de crecimiento del gasto público no puede exceder el crecimiento del PIB a medio plazo, a menos que esté acompañada de incrementos discrecionales de los ingresos públicos. De este modo, conceptualmente, manteniendo todo lo demás constante, el saldo estructural mejora (se deteriora) cuando el gasto crece a un ritmo inferior (superior) al potencial.

1 SITUACIÓN FISCAL Y OUTPUT GAP DE LA UEM



2 CONSOLIDACIÓN FISCAL Y OUTPUT GAP



FUENTE: AMECO.

Por último, en el componente correctivo se establecen compromisos de reducción del déficit en términos tanto nominales como estructurales.

En este sentido, aunque el cálculo del saldo estructural se encuentra sujeto a la dificultad de su estimación en tiempo real y a la identificación de su impacto sobre las cifras presupuestarias, el énfasis en esta variable puede atenuar el posible sesgo procíclico que los compromisos en términos nominales pueden introducir cuando se produce un deterioro acusado de la situación económica. Además, el énfasis en el equilibrio presupuestario a lo largo del ciclo permite combinar los objetivos de estabilización y sostenibilidad de la política fiscal, ya que, en circunstancias normales, su cumplimiento permite la actuación plena de los estabilizadores automáticos, al mismo tiempo que favorece la reducción de la ratio de deuda en horizontes temporales amplios¹⁷.

El cumplimiento de los objetivos de medio plazo podría contribuir a atenuar el carácter procíclico que, en general, han mostrado las políticas fiscales en el área del euro, tanto a escala agregada como en la mayoría de los países miembros (véase gráfico 4). En el gráfico 4.1 se aprecia cómo, para el conjunto del área, la política fiscal contribuyó a alimentar la expansión previa a la crisis financiera y, posteriormente, durante los años de crisis se llevó a cabo una consolidación presupuestaria. Destaca la excepción del año 2009, cuando la gravedad de la crisis llevó a consensuar un impulso fiscal coordinado a través del Plan de Recuperación Económica Europea. El gráfico 4.2, elaborado con datos individuales de los países del área, muestra que el carácter procíclico de la política fiscal es generalizado.

Con todo, no se puede negar que este proceso de reforma ha resultado en un conjunto de reglas cuya interpretación, en ocasiones, es compleja. De hecho, los estudios que analizan este marco en comparación con el existente en Estados federales muestran cómo el marco fiscal europeo incorpora un número de reglas fundamentales mucho más elevado¹⁸.

Además, no se puede descartar cierta redundancia en algunas de estas reglas, dependiendo de la situación presupuestaria del país. En general, y haciendo abstracción de las

¹⁷ El mantenimiento de un saldo presupuestario equilibrado implica que, en circunstancias normales, cuando el crecimiento nominal de la economía es positivo, la ratio de la deuda sobre el PIB disminuye.

¹⁸ Por ejemplo, Eyrard y Gómez (2014) muestran que, en general, los Estados federales cuentan con dos reglas fiscales, mientras que, en el marco europeo, según estos autores, existen seis (nivel de déficit, ratio de deuda, OMP, senda de ajuste hacia el OMP, requisito de reducción de la deuda y regla de gasto).

diferencias entre el componente correctivo y el preventivo, el criterio con mayor grado de exigencia es el cumplimiento del OMP específico para cada país, que, en circunstancias normales —salvo para valores muy negativos del *output gap*—, resulta más restrictivo que el criterio del 3 % de déficit [Allard *et al.* (2013)]^{19, 20}. Solo en el caso de algunos países con elevados niveles de deuda pública, el requisito de reducción de esta conlleva mayor exigencia que la senda de ajuste hacia el OMP.

Con todo, las mayores controversias surgen en la implementación de estas reglas y se encuentran asociadas, en particular, a la complejidad de los procedimientos establecidos para determinar si un país ha adoptado o no «acciones efectivas» en el componente correctivo. Asimismo, en el entramado normativo actual se detecta un elevado grado de ambigüedad en torno a los «factores relevantes» que la CE puede tener en consideración a la hora de decidir si existe o no un desequilibrio excesivo y extender el plazo de corrección. Estos elementos dificultan la transparencia, la automaticidad y la objetividad en la aplicación de las reglas y, por tanto, la credibilidad del conjunto del marco.

Por todo ello, existe un cierto consenso sobre la necesidad de simplificar y hacer más transparentes las reglas fiscales, ya que su complejidad puede erosionar su credibilidad y dificultar el cumplimiento de los compromisos²¹. En este sentido, desde diversos ámbitos se ha sugerido la aplicación de un marco más sencillo, con una única ancla u objetivo de medio plazo establecido en términos de la ratio de deuda pública, donde en última instancia se acaben reflejando todas las decisiones presupuestarias, y una única regla operativa, instrumentada por el lado del gasto [véanse Hauptemeier *et al.* (2011), Odor (2014), Eyraud y Wu (2015) y Andrle *et al.* (2015)].

En efecto, la elección de una regla de gasto puede resultar equivalente a establecer un compromiso de mantenimiento de un saldo presupuestario equilibrado a lo largo del ciclo, de modo que en circunstancias adversas se permite un funcionamiento pleno de los estabilizadores automáticos. Además, la literatura empírica sugiere que los marcos fiscales que incorporan reglas de gasto suelen presentar mejores resultados en términos de sostenibilidad a largo plazo de las cuentas públicas [Cordes *et al.* (2015)], al tiempo que generan una menor volatilidad del *output* [Andrle *et al.* (2015)]. Esto es, de hecho, lo que justificó la incorporación de una regla de gasto en el *Six Pack*. Su anclaje con la evolución de la deuda a medio y largo plazo permitiría mantener la flexibilidad para afrontar perturbaciones de carácter cíclico, al tiempo que facilita la comunicación y el seguimiento.

Finalmente, la efectividad de este marco puede verse potenciada por la labor de instituciones independientes o consejos fiscales que contribuyan al mejor entendimiento de las decisiones por parte del público, al tiempo que aumenten la transparencia. En este sentido, las instituciones fiscales independientes que ya se encuentran operativas en los países de la UEM pueden contribuir a mejorar el grado de cumplimiento de las reglas y a lograr un tono de la política fiscal más apropiado desde un punto de vista macroeconómico.

19 En particular, estos autores calculan que, si se alcanzase el OMP de un déficit del –0,5 % del PIB en términos estructurales, sería necesario un *output gap* negativo del 5 % para que el déficit nominal superase el 3 % del PIB —bajo el supuesto de una elasticidad de 0,5 respecto al ciclo—. Ese valor de *output gap* es inusual, de acuerdo con la experiencia histórica.

20 Bajo el supuesto de que el área del euro mantiene un crecimiento nominal del PIB del 3 %, la ratio de deuda, que actualmente es del 95 % del PIB, se reduciría, siempre y cuando el déficit nominal sea inferior al 3 % y en ausencia de otros factores que influyen sobre los niveles de deuda sin tener implicaciones sobre el déficit. Como, en general, un saldo estructural en torno al –0,5 % del PIB lleva asociados saldos nominales inferiores al 3 %, salvo para valores extremos del *output gap*, el OMP resulta también más exigente que el criterio del 3 % en lo que respecta a la reducción de la deuda.

21 La propia Comisión Europea (2015b) reconoce la necesidad de simplificar el marco de gobernanza existente, aunque por el momento no ha sido muy explícita sobre el camino que se debe seguir.

Del mismo modo, el Consejo Fiscal Europeo, creado por la CE a partir de las recomendaciones del Informe de los Cinco Presidentes, podría desempeñar una labor fundamental en la mejora del marco fiscal, al tener el mandato explícito de evaluar el tono apropiado de la política fiscal, tanto a escala de país como para el conjunto del área, y de realizar una evaluación pública del grado de cumplimiento de los objetivos y recomendaciones. Al discutir el tono agregado de la política fiscal, su labor podría constituir el germen para avanzar hacia una unión fiscal con la creación de una capacidad fiscal a escala supranacional que desempeñe una función estabilizadora, cuestión esta última que, de hecho, el Informe de los Cinco Presidentes sugiere analizar. Asimismo, un funcionamiento adecuado e independiente de esta institución debería contribuir a una aplicación eficaz del marco de gobernanza y a coordinar y complementar la actuación de las autoridades fiscales nacionales²².

17.3.2016.

BIBLIOGRAFÍA

- ALESINA, A., y R. PEROTTI (1995). *The political economy of budget deficits*, IMF Staff Papers, marzo.
- ALLARD, C., P. KOEVA BROOKS, J. BLUEDORN, F. BORNHORST, K. CHRISTOPHERSON, F. OHNSORGE, T. POG-HOSYAN y un equipo del FMI (2013). *Towards a Fiscal Union for the Euro Area*, IMF Staff Discussion Note 13/09.
- ANDRLE, M., J. BLUEDORN, L. EYRAUD, T. KINDA, P. KOEVA BROOKS, G. SCHWARTZ y A. WEBER (2015). *Reforming fiscal governance in the European Union*, IMF Staff Discussion Note 09.
- COMISIÓN EUROPEA (2013a). *Vade mecum of the Stability and Growth Pact*, European Economy Occasional Papers, n.º 151.
- (2013b). *Building a Strengthened Fiscal Framework in the European Union: A Guide to the Stability and Growth Pact*, European Economy Occasional Papers, n.º 150.
- (2015a). *Making the best use of the flexibility within the existing rules of the Stability and Growth Pact*, European Commission.
- (2015b). *On steps towards completing the Economic and Monetary Union*, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council and the European Central Bank.
- CORDES, T., T. KINDA, P. MUTHOORA y A. WEBER (2015). *Expenditure rules: effective tools for sound fiscal policy?*, IMF Working Paper, n.º 29.
- EYRAUD, L. y R. GÓMEZ (2014), «Constrains on subnational fiscal policy», en C. Cotarelli y M. Guerguil (eds.), *Designing a European Fiscal Union: Lessons from the experience of Fiscal Federations*, Routledge, Londres.
- EYRAUD, L., y T. WU (2014). *Fiscal Governance in the Euro Area: Progress and Challenges*, Euro Area: Selected Issues Paper, Country Report 14/199, Washington.
- (2015). *Playing by the rules: reforming fiscal Governance in Europe*, IMF Working Paper, n.º 67.
- FRANKEL, J., y J. SCHREGER (2012). *Over-optimistic Official Forecasts and Fiscal Rules in the Eurozone*, NBER Working Paper, n.º 18283.
- GALÍ, J., y R. PEROTTI (2003), «Fiscal policy and monetary integration in Europe», *CEPR Economic Policy*, octubre, pp. 533-572.
- GORDO, E., P. HERNÁNDEZ DE COS y J. J. PÉREZ (2015). «Instituciones fiscales independientes en España y en la UEM», *Boletín Económico*, febrero, Banco de España, pp. 27-44.
- HAUPTMEIER, S., J. SÁNCHEZ FUENTES y L. SCHUKNECHT (2011). «Towards expenditure rules and fiscal sanity in the euro area», *Journal of Policy Modelling*, 33, pp. 597-617.
- HERNÁNDEZ DE COS, P. (2014). «El nuevo marco de gobernanza fiscal europeo», *Papeles de Economía Española*, 141, pp. 66-83.
- JUNCKER, J. C., D. TUSK, J. DIJSSELBLOEM, M. DRAGHI y M. SCHULZ (2015). *Completar la Unión Económica y Monetaria*.
- LJUNGMAN, G. (2008). *Expenditure ceilings: a Survey*, IMF Working Paper, n.º 282.
- MICOSSI, S., y F. PEIRCE (2014). «Flexibility clauses in the Stability and Growth Pact: No need for revision», *CEPS Policy Brief*, 319.
- ODOR, L. (2014). *The good, the bad and the ugly: lessons from the first phase of implementation of the new European fiscal framework*, Council for Budget Responsibility.
- WYPLOSSZ, C. (2012). *Fiscal Rules: Theoretical Issues and Historical Experiences*, NBER Working Paper, n.º 17884.

²² Aunque su carácter meramente consultivo y su diseño institucional, en el seno de la propia CE, podrían limitar su efectividad.

RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS HASTA EL CUARTO TRIMESTRE DE 2015. UN AVANCE DE CIERRE DEL EJERCICIO

Este artículo ha sido elaborado por Álvaro Menéndez y Maristela Mulino, de la Dirección General de Economía y Estadística.

La Central de Balances Trimestral (CBT) refleja, para 2015, una consolidación de la tendencia de recuperación de la actividad económica de las empresas y del empleo, especialmente del temporal, en un contexto de incrementos salariales moderados. Esta evolución favoreció el aumento de los excedentes ordinarios, lo que permitió la mejora de la rentabilidad de un número creciente de empresas y sectores. No obstante, la rentabilidad agregada cayó ligeramente, debido principalmente al fuerte descenso de los dividendos recibidos, que afectó a algunas grandes empresas de la muestra. A pesar de ello, el diferencial entre la rentabilidad y el coste medio de financiación aumentó dos décimas, gracias a la reducción de los tipos de interés. Asimismo, la deuda de las empresas disminuyó, lo que, unido a la expansión de los resultados de explotación, se tradujo en una nueva caída del endeudamiento y la carga financiera. Finalmente, los ingresos y gastos atípicos dieron lugar a un retroceso del resultado final.

Rasgos básicos¹

La información de la CBT para 2015 refleja una consolidación de la tendencia de recuperación de la actividad económica de las empresas, de modo que el valor añadido bruto (VAB) del conjunto de esta muestra aumentó un 5,6 % en términos interanuales, frente a la variación prácticamente nula que este excedente registró un año antes. La expansión del VAB fue de nuevo más intensa en las empresas de menor dimensión, tal y como viene ocurriendo desde el inicio de la recuperación, en 2013. Este crecimiento del flujo de actividad se produjo en un contexto de reactivación de la demanda interna y en el que las exportaciones siguieron mostrando un dinamismo elevado.

Los gastos de personal aumentaron un 2,3 %, más intensamente de lo que lo habían hecho el año anterior, en que crecieron un 0,9 %. El mayor dinamismo mostrado en 2015 por esta partida se debió fundamentalmente a la evolución favorable del empleo, que se elevó un 1,7 %. Por su parte, las remuneraciones medias avanzaron de forma moderada: un 0,6 %, ocho décimas menos que el año previo.

La mejoría de la actividad productiva se trasladó al resultado económico bruto (REB), que creció un 9,3 % en 2015, frente a la caída del 1 % del año anterior. Los ingresos financieros se redujeron un 11 %, como consecuencia del comportamiento contractual que tuvieron tanto los dividendos recibidos como los ingresos por intereses. Los gastos financieros también retrocedieron (un 9,4 %), principalmente por la reducción de los costes de financiación, ya que la deuda con coste prácticamente no varió en comparación con el nivel medio alcanzado un año antes.

En el conjunto del ejercicio, los recursos ajenos del conjunto de las empresas de la muestra volvieron a descender, lo que se tradujo en una nueva disminución de la ratio de deuda con coste sobre el activo neto. También se redujeron las ratios que ponen en relación la deuda con la suma del resultado económico bruto más los ingresos financieros y la de carga financiera (que se calcula como cociente de los gastos financieros entre la suma del REB y los ingresos financieros), influidas tanto por la caída de los recursos ajenos y de los gastos

¹ Este artículo ha sido elaborado a partir de la información de las 896 empresas que, por término medio, enviaron sus datos a la CBT hasta el 11 de marzo pasado, y suponen el 13,4 % sobre el VAB generado por el total del sector, según los datos que suministra la Contabilidad Nacional para este período.

financieros como por la expansión de los resultados de explotación, que constituyen el denominador de ambos indicadores.

En línea con la evolución expansiva mostrada por los anteriores excedentes, el resultado ordinario neto (RON) creció en 2015 un 14,9 %. A pesar del incremento de los excedentes ordinarios, los niveles de rentabilidad agregados registraron un leve descenso respecto a un año antes, resultado que está, no obstante, muy influido por la evolución de algunas empresas de gran dimensión, que se vieron afectadas por el descenso de los ingresos financieros. Un análisis más detallado evidencia una mejoría de los niveles de rentabilidad en un número creciente de empresas, así como en la mayoría de los sectores. En todo caso, el diferencial entre la rentabilidad del activo y el coste medio de financiación se amplió en dos décimas (hasta el 2,1 %), gracias al descenso de los tipos de interés.

Finalmente, los ingresos y gastos atípicos ejercieron una influencia negativa sobre el resultado del ejercicio. En concreto, el año pasado las empresas de la muestra presentaron minusvalías generadas en operaciones de venta de activos de naturaleza financiera, lo que contrasta con las fuertes plusvalías que se habían registrado en 2014. A ello hay que añadir los gastos por ajustes de plantilla que afectaron a algunas grandes compañías de esta muestra. Todo ello provocó que el resultado final experimentase una significativa contracción, del 41,3 %.

Actividad

La información recopilada por la CBT para 2015 evidencia una consolidación de la tendencia de progresiva recuperación de la actividad productiva, que llevó a que el VAB de las empresas de esta muestra aumentara un 5,6 % (véanse cuadro 1 y gráfico 1), frente al crecimiento casi nulo registrado el año anterior. Esta evolución positiva fue de nuevo más intensa en el segmento de empresas de tamaño mediano, en las que el VAB creció un 6,9 %, frente al avance del 5,6 % de las empresas grandes (véase cuadro 2). Este comportamiento más dinámico de las empresas medianas frente a las grandes, que se viene registrando desde 2013, también se deduce de la comparación entre los resultados de la CBT y los de la muestra mensual de la Agencia Tributaria², formada por unas 30.000 empresas. Concretamente, desde que se inició la recuperación económica, en esta última muestra ese observa un avance de la actividad más acusado que en la CBT, en la que las compañías medianas tienen un peso relativo menor.

La expansión del VAB en 2015 se produjo en un contexto en el que tanto la demanda interna como, sobre todo, las exportaciones contribuyeron positivamente al crecimiento de la actividad. Así, durante el pasado ejercicio las ventas en España de la muestra de la CBT aumentaron un 2,2 %, por encima del avance registrado un año antes (0,7 %). Por su parte, las exportaciones crecieron en este mismo período con mayor intensidad (un 9,7 %), lo que explica que siguieran ganando importancia relativa respecto al total de la cifra neta de negocios, alcanzando el 22,5 %, frente al 21,2 % de 2014 (véase cuadro 3). A pesar del mayor dinamismo de la actividad comercial, los saldos de clientes y proveedores volvieron a reducirse, resultado que, no obstante, está muy condicionado por la evolución particular observada en el sector de refinado. Esta evolución vino acompañada por un nuevo descenso, aunque ligero, en el período medio de cobro de las empresas de la muestra trimestral, lo que se reflejó en una caída de la financiación comercial neta concedida, en media, por estas compañías. Esta caída fue más evidente en la parte de la distribución que recoge a aquellas que más fondos prestan en términos netos como resultado de su actividad comercial (véase recuadro 1).

2 Esta muestra está formada por las sociedades con volumen anual de operaciones superior a los 6 millones de euros, que están obligadas a presentar mensualmente las declaraciones de IVA y de retenciones del trabajo a la Agencia Tributaria. Contiene información, entre otros conceptos, de ventas totales, exportaciones e importaciones, empleo y gastos de personal.

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

CUADRO 1

	Estructura CBI	Central de Balances Integrada (CBI)	Central de Balances Trimestral (CBT) (a)	I a IV 2013 / I a IV 2012	I a IV 2014 / I a IV 2013	I a IV 2015 / I a IV 2014
BASES		2014	2013	2014	I a IV 2013 / I a IV 2012	I a IV 2014 / I a IV 2013
Número de empresas		626.480	498.957	839	880	896
Cobertura total nacional (% sobre el VAB)		46,7	40,5	11,8	13,4	13,4
CUENTA DE RESULTADOS						
1 VALOR DE LA PRODUCCIÓN (incluidas subvenciones)	100,0	-1,9	2,0	-3,9	-0,1	-2,6
<i>De ella:</i>						
Importe neto de la cifra de negocios y otros ingresos de explotación	151,5	-1,8	3,9	-3,3	1,8	-2,4
2 CONSUMOS INTERMEDIOS (incluidos tributos)	65,2	-1,7	1,6	-3,7	-0,2	-6,1
<i>De ellos:</i>						
Compras netas	41,8	-3,4	2,2	-7,0	0,1	-9,2
Otros gastos de explotación	23,3	-0,4	1,1	1,4	0,8	0,9
S.1 VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES [1 – 2]	34,8	-2,3	2,9	-4,3	-0,0	5,6
3 Gastos de personal	23,3	-1,5	2,4	-1,7	0,9	2,3
S.2 RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN [S.1 – 3]	11,5	-3,8	3,9	-6,7	-1,0	9,3
4 Ingresos financieros	3,8	4,8	-18,4	14,5	-24,7	-11,0
5 Gastos financieros	3,5	-4,6	-5,6	-0,7	-7,7	-9,4
6 Amortizaciones netas, deterioro y provisiones de explotación	5,7	-6,7	-4,4	-1,5	-2,4	-0,3
S.3 RESULTADO ORDINARIO NETO [S.2 + 4 – 5 – 6]	6,0	9,5	0,8	0,2	-14,4	14,9
7 Resultado por enajenaciones y deterioro	-0,9	22,9	71,5	35,1	96,6	—
7' Estructura sobre VAB (7 / S.1)		-9,0	-2,6	-15,1	-0,5	-10,2
8 Variaciones del valor razonable y resto de resultados	0,4	52,9	—	-0,5	43,7	-88,1
8' Estructura sobre VAB (8 / S.1)			-1,5	1,0	-5,5	-2,6
9 Impuestos sobre beneficios	0,7	—	27,0	—	—	74,8
S.4 RESULTADO DEL EJERCICIO [S.3 + 7 + 8 – 9]	4,8	—	178,9	192,9	137,1	-41,3
S. 4' Estructura sobre VAB (S.4 / S.1)		2,6	13,7	11,1	24,1	14,4
RENTABILIDADES		Fórmulas (b)				
R.1 Rentabilidad ordinaria del activo neto (antes de impuestos)	(S.3 + 5.1) / AN	4,3	4,3	5,6	5,2	5,1
R.2 Intereses por financiación recibida sobre recursos ajenos con coste	5.1 / RAC	3,7	3,6	3,5	3,3	3,0
R.3 Rentabilidad ordinaria de los recursos propios (antes de impuestos)	S.3 / PN	4,7	4,8	7,5	6,8	6,6
R.4 Diferencia rentabilidad – coste financiero (R.1 – R.2)	R.1 – R.2	0,6	0,7	2,1	1,9	2,1

FUENTE: Banco de España.

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

b AN = Activo neto de recursos ajenos sin coste; PN = Patrimonio neto; RAC = Recursos ajenos con coste; AN = PN + RAC. Los gastos financieros que figuran en los numeradores de las ratios R.1 y R.2 solo incorporan la parte de gastos financieros que son intereses por financiación recibida (5.1).

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

Descendiendo a un análisis por ramas de actividad, se observa una evolución favorable en casi todos los casos, registrándose, o bien crecimientos del VAB, o bien disminuciones más moderadas que el año previo. Solo el sector de la energía empeoró en 2015, al reducirse su excedente en un 2,6 %, cuando en el año previo había aumentado un 4,6 % (véase cuadro 2). Del resto de agregados, cabe resaltar la rama de la industria, en la que el VAB se elevó a un ritmo muy elevado (del 32,9 %, tasa muy influida por el extraordinario incremento en el subsector de refino). No obstante, en el resto de subsectores industriales este indicador también presentó una evolución positiva y más favorable que en 2014, destacando el de industria química, el de fabricación de material de transporte y el de

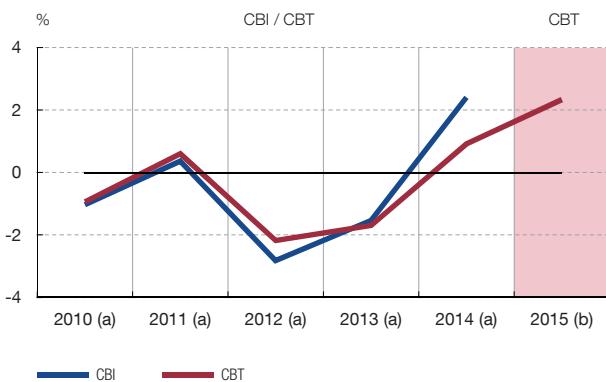
RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS QUE COLABORAN CON LA CENTRAL DE BALANCES

GRÁFICO 1

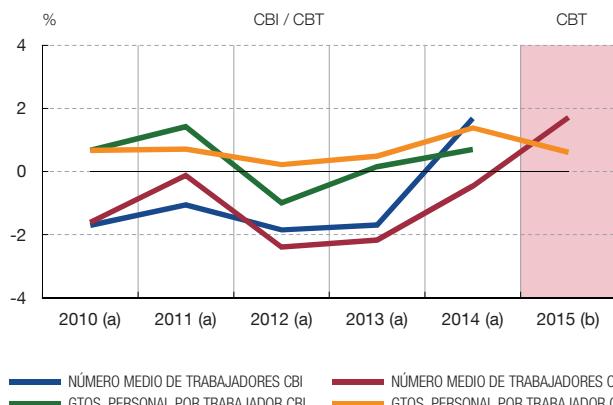
1 VALOR AÑADIDO BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES
Tasas de variación



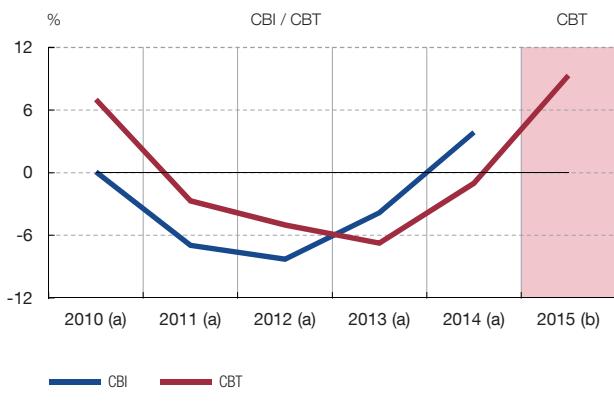
2 GASTOS DE PERSONAL
Tasas de variación



3 EMPLEO Y SALARIOS
Tasas de variación



4 RESULTADO ECONÓMICO BRUTO DE LA EXPLOTACIÓN
Tasas de variación



Empresas no financieras que colaboran	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Número de empresas	CBI	560.627	594.687	629.926	626.480	498.957
	CBT	798	811	832	839	896
Porcentaje del VAB del sector de sociedades no financieras	CBI	42,6	44,6	47,3	46,7	41
	CBT	11,3	11,9	12,2	11,8	13,4

FUENTE: Banco de España.

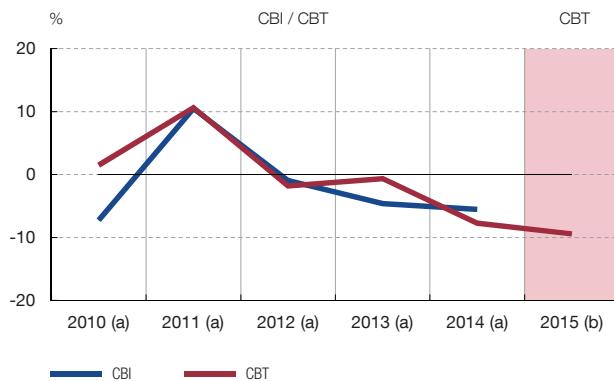
a Datos de 2010, 2011, 2012, 2013 y 2014, a partir de las empresas de la CBI, y media de los cuatro trimestres de cada año respecto del ejercicio previo (CBT).
b Media de los cuatro trimestres de 2015 sobre igual período de 2014.

fabricación de productos minerales y metálicos, en los que avanzó el 34,3 %, el 12,2 % y el 7,5 %, respectivamente. La actividad del sector de comercio y hostelería, por su parte, beneficiado por la recuperación del consumo, también reflejó un comportamiento expansivo, con incrementos del VAB de un 4 %, casi tres puntos por encima del dato de 2014. En la rama de información y comunicaciones, aunque siguieron registrándose tasas de variación negativas, en un contexto de elevada competencia y de contracción de márgenes, estas fueron más moderadas que en los ejercicios previos (1 %, frente a la caída del 7,4 % del año anterior). Por último, en el grupo que agrupa al resto de actividades se produjo un aumento del 3,2 %, favorecido por el buen comportamiento de las empresas de los sectores de transporte y de otros servicios.

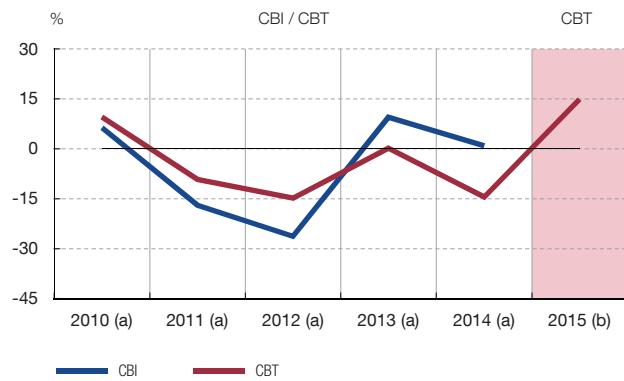
RESULTADOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS QUE COLABORAN CON LA CENTRAL DE BALANCES (cont.)

GRÁFICO 1

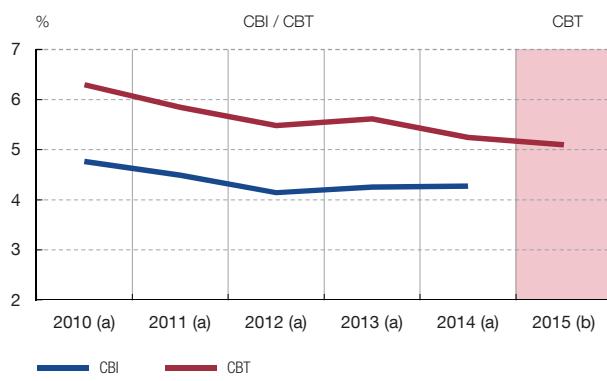
1 GASTOS FINANCIEROS
Tasas de variación



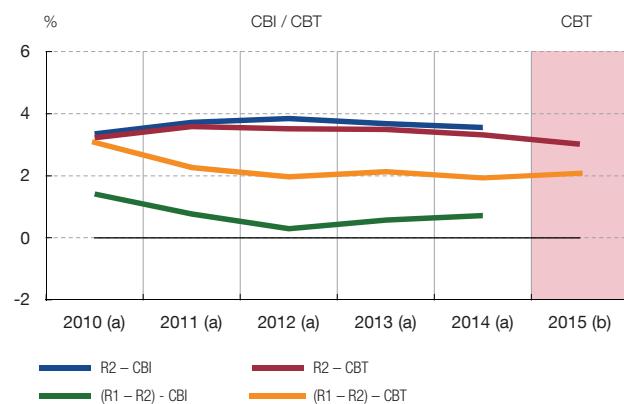
2 RESULTADO ORDINARIO NETO
Tasas de variación



3 RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO (R.1)
Ratios



4 COSTE DE LA FINANCIACIÓN (R.2) Y DIFERENCIA RENTABILIDAD – COSTE FINANCIERO (R.1 – R.2)
Ratios



Empresas no financieras que colaboran

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Número de empresas	CBI	560.627	594.687	629.926	626.480	498.957
	CBT	798	811	832	839	896
Porcentaje del VAB del sector de sociedades no financieras	CBI	42,6	44,6	47,3	46,7	40,5
	CBT	11,3	11,9	12,2	11,8	13,4
						13,4

FUENTE: Banco de España.

a Datos de 2010, 2011, 2012, 2013 y 2014, a partir de las empresas de la CBI, y media de los cuatro trimestres de cada año (CBT). En el caso de las tasas, el cálculo se realiza respecto del ejercicio previo.

b Media de los cuatro trimestres de 2015. En el caso de las tasas, el cálculo se realiza sobre igual período de 2014.

El gráfico 2 evidencia que en 2015 se intensificó el crecimiento del VAB en todos los cuartiles de la distribución de las empresas de la CBT, lo que sugiere que la mejoría de la actividad ha afectado de forma generalizada a las empresas de la muestra. Por otra parte, se aprecia una menor dispersión (aproximada por la distancia entre los percentiles extremos) en la evolución de este indicador entre empresas.

Empleo y gastos de personal

Los gastos de personal crecieron un 2,3 % en 2015, casi 1,5 puntos más que el año anterior (véase cuadro 2). Esta evolución fue consecuencia, principalmente, de la progresiva recuperación del empleo, en un contexto en el que las remuneraciones medias se han mantenido en una senda de avances moderados.

**VALOR AÑADIDO, TRABAJADORES, GASTOS DE PERSONAL Y GASTOS DE PERSONAL POR TRABAJADOR.
DETALLES SEGÚN TAMAÑO Y ACTIVIDAD PRINCIPAL DE LAS EMPRESAS**

CUADRO 2

Tasas de variación sobre las mismas empresas en igual período del año anterior, porcentajes

	Valor añadido bruto al coste de los factores				Trabajadores (media del período)				Gastos de personal				Gastos de personal por trabajador			
	CBI		CBT (a)		CBI		CBT (a)		CBI		CBT (a)		CBI		CBT (a)	
	2013	2014	I a IV 2014	I a IV 2015	2013	2014	I a IV 2014	I a IV 2015	2013	2014	I a IV 2014	I a IV 2015	2013	2014	I a IV 2014	I a IV 2015
Total	-2,3	2,9	0,0	5,6	-1,7	1,7	-0,5	1,7	-1,5	2,4	0,9	2,3	0,2	0,7	1,4	0,6
TAMAÑOS																
Pequeñas	-2,1	5,4	—	—	-1,5	3,1	—	—	-2,5	2,8	—	—	-1,0	-0,3	—	—
Medianas	-0,6	5,2	3,3	6,9	-1,0	2,7	1,8	2,3	-0,8	3,2	2,7	3,7	0,2	0,5	0,9	1,4
Grandes	-2,5	1,8	0,0	5,6	-1,9	0,7	-0,5	1,7	-1,1	2,1	0,9	2,3	0,8	1,5	1,4	0,6
DETALLE POR ACTIVIDADES																
Energía	-3,8	1,1	4,6	-2,6	-2,6	-2,5	-2,8	-0,3	-1,3	-1,0	-1,2	-1,1	1,3	1,6	1,6	-0,8
Industria	-1,6	4,8	-4,1	32,9	-1,4	1,5	0,0	1,7	-0,9	2,4	1,4	2,3	0,6	1,0	1,4	0,6
Comercio y hostelería	-0,5	3,7	1,3	4,0	-1,5	1,5	-1,1	1,7	-1,2	2,2	2,4	2,6	0,3	0,7	3,5	0,9
Información y comunicaciones	-5,1	-3,7	-7,4	-1,0	-2,5	0,9	-1,6	0,9	-3,3	4,7	-0,8	4,5	-0,9	3,7	0,8	3,6
Resto de actividades	-2,7	3,6	2,4	3,2	-1,8	2,3	0,7	2,4	-1,8	2,4	0,9	2,5	0,0	0,1	0,2	0,1

FUENTE: Banco de España.

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

**ANÁLISIS DE LAS COMPRAS Y DE LA CIFRA DE NEGOCIOS DE LAS EMPRESAS QUE INFORMAN SOBRE
LA PROCEDENCIA DE SUS COMPRAS Y SOBRE EL DESTINO DE SUS VENTAS**

CUADRO 3

Estructura y tasas de variación, porcentajes

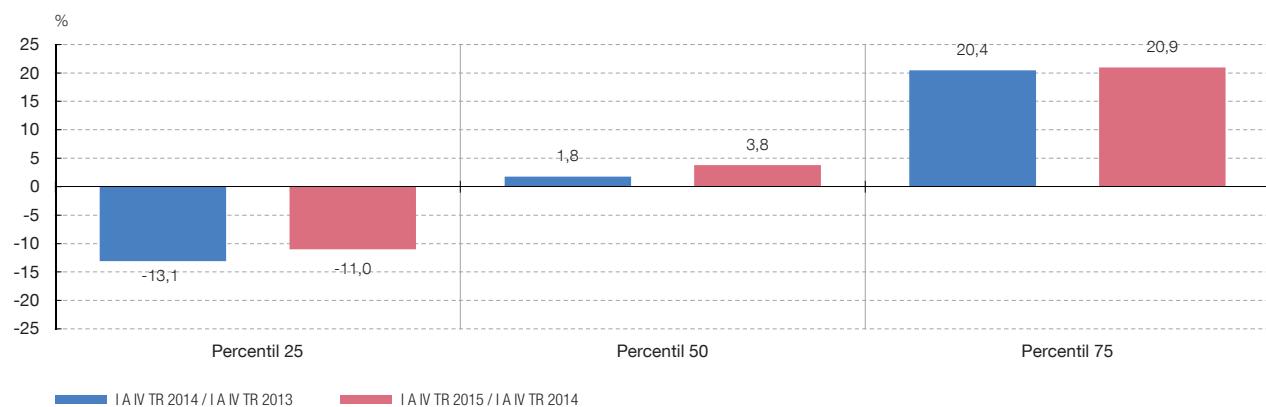
		Central de Balances Anual (CBA)		Central de Balances Trimestral (CBT) (a)	
		2013	2014	I a IV TR 2014	I a IV TR 2015
Total empresas		8.069	8.069	896	896
Empresas que informan sobre procedencia/destino		8.069	8.069	834	834
Porcentaje de las compras netas, según procedencia	España	64,7	65,7	72,5	70,2
	Total exterior	35,3	34,3	27,5	29,8
	Países de la UE	15,9	15,9	21,0	22,7
	Terceros países	19,4	18,4	6,5	7,1
Porcentaje de la cifra de negocios, según destino	España	79,0	78,1	78,8	77,5
	Total exterior	21,0	21,9	21,2	22,5
	Países de la UE	13,2	13,7	15,3	15,9
	Terceros países	7,8	8,3	6,0	6,5
Evolución de la demanda exterior neta (ventas al exterior menos compras del exterior), tasas de variación	Industria	130,2	105,5	-2,3	1,3
	Resto de empresas	52,9	—	-27,7	2,2

FUENTE: Banco de España.

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

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

GRÁFICO 2



FUENTE: Banco de España.

GASTOS DE PERSONAL Y TRABAJADORES
Porcentaje del número de empresas en determinadas situaciones

CUADRO 4

	Central de Balances Integrada			Central de Balances Trimestral (a)		
	2012	2013	2014	I a IV 2013	I a IV 2014	I a IV 2015
Número de empresas	629.926	626.480	498.957	839	880	896
GASTOS DE PERSONAL	100	100	100	100	100	100
Caen	38,4	36,6	30,1	49,4	41,4	35,8
Se mantienen o suben	61,6	63,4	69,9	50,6	58,6	64,2
NÚMERO MEDIO DE TRABAJADORES	100	100	100	100	100	100
Caen	26,4	23,7	13,2	54,1	48,2	38,0
Se mantienen o suben	73,6	76,3	86,8	45,9	51,8	62,0

FUENTE: Banco de España.

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

Las plantillas medias de la muestra trimestral aumentaron un 1,7 %, frente al retroceso del 0,5 % del año anterior. En línea con estos desarrollos, los datos del cuadro 4 revelan cómo en 2015 se produjo un sustancial incremento en el porcentaje de empresas que no destruyeron empleo, hasta situarse en el 62 %, unos 10 puntos porcentuales (pp) más que el año anterior. La recuperación del empleo volvió a ser más intensa en el de carácter temporal, que creció un 12 % (véase cuadro 5). El empleo fijo en esta muestra tendió a recuperarse a finales del ejercicio, mostrando en el último trimestre un ligero aumento (0,4 %, en términos interanuales), si bien en el promedio del año siguieron registrándose descensos (0,2 %), que, no obstante, fueron más moderados que los observados en 2014 (1 %).

Por sectores de actividad, se observa cómo la evolución positiva del empleo fue muy generalizada. Los de industria, comercio y hostelería y el que engloba al resto de actividades fueron en los que las plantillas medias crecieron más intensamente, con tasas del 1,7 % en los dos primeros casos y del 2,4 % en el último. Por su parte, la rama de información y comunicaciones presentó un incremento más moderado (del 0,9 %), mientras que la de energía registró un leve descenso (del 0,3 %), muy inferior a la disminución de 2014 (2,8 %).

EVOLUCIÓN DEL EMPLEO

CUADRO 5

	Total empresas CBT I a IV	Empresas que incrementan (o no varían) el número de trabajadores	Empresas que disminuyen el número de trabajadores
Número de empresas	896	556	340
NÚMERO DE TRABAJADORES			
Situación inicial I a IV (miles)	900	591	309
Tasa I a IV / I a IV	1,7	5,1	-4,7
Fijos	Situación inicial I a IV (miles)	758	492
	Tasa I a IV / I a IV	-0,2	2,1
No fijos	Situación inicial I a IV (miles)	143	100
	Tasa I a IV / I a IV	12,0	19,8
			-6,2

FUENTE: Banco de España.

ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LOS GASTOS FINANCIEROS

CUADRO 6

Porcentajes

	CBI	CBT	
	2014 / 2013	I a IV 2014 / I a IV 2013	I a IV 2015 / I a IV 2014
Variación de los gastos financieros	-5,6	-7,7	-9,4
A Intereses por financiación recibida	-5,1	-7,6	-8,2
1 Variación debida al coste (tipo de interés)	-3,5	-5,5	-8,4
2 Variación debida al endeudamiento con coste financiero	-1,6	-2,1	0,2
B Otros gastos financieros	-0,5	-0,1	-1,2

FUENTE: Banco de España.

Las remuneraciones medias aumentaron un 0,6 % en 2015, ocho décimas menos que en el año anterior (véase cuadro 2). Esta pauta de moderación en el ritmo de crecimiento de los costes salariales por trabajador se produjo en casi todas las ramas de actividad, salvo en la de información y comunicaciones, que fue la que experimentó los mayores incrementos (del 3,6 %).

Resultados, rentabilidad y endeudamiento

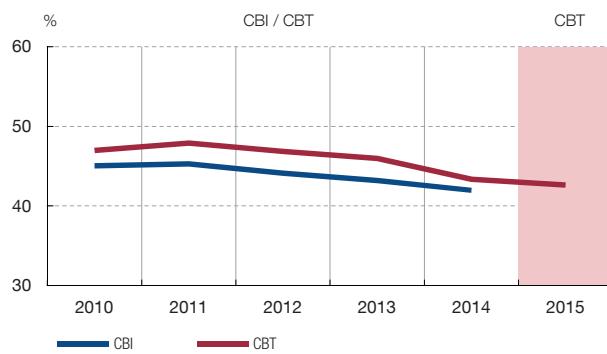
En línea con la evolución expansiva de la actividad productiva, el REB creció en 2015 un 9,3 %, frente al descenso del 1 % del año anterior. Los ingresos financieros se redujeron un 11 % (el año previo habían caído un 24,7 %), por la contracción que experimentaron tanto los dividendos recibidos como los ingresos por intereses (un 11 % y un 11,2 %, respectivamente). Los gastos financieros también disminuyeron (un 9,4 %), como consecuencia fundamentalmente de los menores costes medios de financiación de las empresas, ya que la deuda con coste se mantuvo en niveles medios similares a los alcanzados un año antes, no afectando significativamente a la evolución de estos gastos (véase cuadro 6).

En el conjunto del ejercicio, los pasivos con coste volvieron a contraerse en 2015, aunque a un ritmo más moderado que un año antes. Ello llevó a que la ratio de endeudamiento E1 (que se calcula como el cociente entre los recursos ajenos con coste y el activo neto) disminuyese siete décimas, hasta situarse en el 42,6 % (véase gráfico 3). Por sectores, en casi todos se registró una evolución ligeramente descendente, salvo en el de información

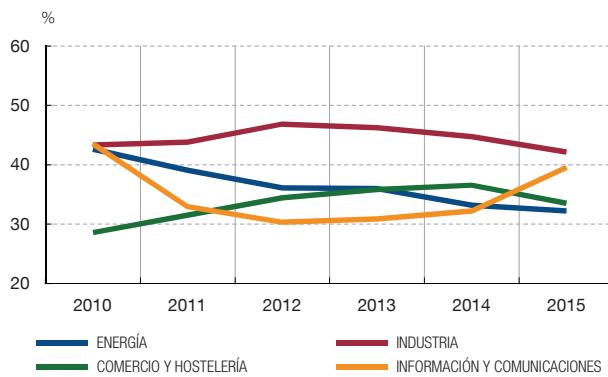
RATIOS DE POSICIÓN FINANCIERA

GRÁFICO 3

1 E1. RECURSOS AJENOS CON COSTE / ACTIVO NETO (a)
TOTAL EMPRESAS
Ratios



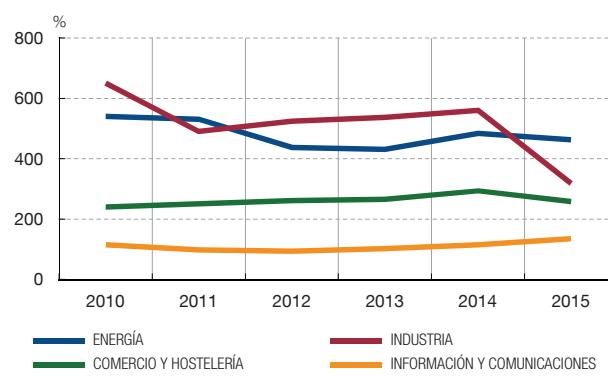
2 E1. RECURSOS AJENOS CON COSTE / ACTIVO NETO (a)
DESGLOSE POR SECTOR. CBT
Ratios



3 E2. RECURSOS AJENOS CON COSTE / (REB + ingresos financieros) (b)
TOTAL EMPRESAS
Ratios



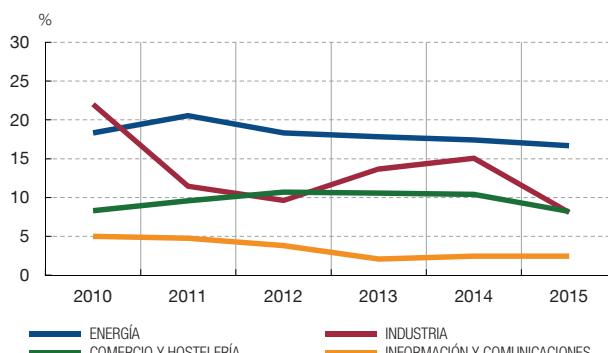
4 E2. RECURSOS AJENOS CON COSTE / (REB + ingresos financieros) (b)
DESGLOSE POR SECTOR. CBT
Ratios



5 CARGA FINANCIERA POR INTERESES
TOTAL EMPRESAS
(Intereses por financiación recibida) / (REB + ingresos financieros)



6 CARGA FINANCIERA POR INTERESES
DESGLOSE POR SECTOR. CBT
(Intereses por financiación recibida) / (REB + ingresos financieros)



FUENTE: Banco de España.

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

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

y comunicaciones, que fue el único en el que esta ratio se elevó. Por su parte, la ratio E2 (que se define como el cociente entre los recursos ajenos con coste y la suma del REB y los ingresos financieros) y la que mide la carga financiera por intereses (que se calcula con el mismo denominador) también descendieron, como consecuencia tanto de la disminución de la deuda y de los gastos financieros como del aumento de los excedentes, que

**RESULTADO ECONÓMICO BRUTO, RESULTADO ORDINARIO NETO, RENTABILIDAD ORDINARIA DEL ACTIVO
Y DIFERENCIA RENTABILIDAD – COSTE FINANCIERO (R.1 – R.2).**

CUADRO 7

DETALLES SEGÚN TAMAÑO Y ACTIVIDAD PRINCIPAL DE LAS EMPRESAS

Ratios y tasas de variación sobre las mismas empresas en igual período del año anterior, porcentajes

	Resultado económico bruto				Resultado ordinario neto				Rentabilidad ordinaria del activo (R.1)			Diferencia rentabilidad – coste financiero (R.1 – R.2)				
	CBI		CBT (a)		CBI		CBT (a)		CBI		CBT (a)		CBI		CBT (a)	
	2013	2014	I a IV 2014	I a IV 2015	2013	2014	I a IV 2014	I a IV 2015	2013	2014	I a IV 2014	I a IV 2015	2013	2014	I a IV 2014	I a IV 2015
Total	-3,8	3,9	-1,0	9,3	9,5	0,8	-14,4	14,9	4,3	4,3	5,2	5,1	0,6	0,7	1,9	2,1
TAMAÑOS																
Pequeñas	-0,5	17,1	—	—	79,6	93,3	—	—	1,4	1,9	—	—	-2,1	-1,4	—	—
Medianas	0,1	11,3	4,7	13,7	7,3	27,6	18,8	25,3	4,5	5,3	4,3	4,8	0,6	1,5	0,7	2,8
Grandes	-4,8	1,1	-1,1	9,3	7,5	-5,7	-14,5	14,8	5,0	4,9	5,2	5,1	1,3	1,3	1,9	2,1
DETALLE POR ACTIVIDADES																
Energía	-5,0	2,1	6,9	-3,1	0,8	-14,4	-10,9	1,8	5,8	3,9	4,8	4,9	1,9	0,4	1,2	1,6
Industria	-3,4	9,9	-16,0	110,4	-7,5	14,7	-32,8	—	5,2	5,9	3,5	9,0	1,7	2,4	0,9	6,6
Comercio y hostelería	1,9	8,0	-0,5	6,4	3,2	15,9	-4,3	10,7	5,6	6,0	10,0	10,9	1,6	2,3	6,3	7,9
Información y comunicaciones	-6,8	-11,5	-10,5	-4,3	-7,9	-21,1	-15,7	-9,8	13,5	9,9	16,2	14,9	9,2	6,6	12,7	12,7
Resto de actividades	-5,7	7,1	5,7	4,5	—	5,3	-21,5	-9,3	2,9	3,3	4,5	3,5	-0,7	-0,2	1,2	0,5

FUENTE: Banco de España.

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

constituyen el denominador de estas ratios. El desglose por sectores muestra que la disminución de ambas ratios fue más acusada en la rama de industria, en línea con el fuerte crecimiento de los excedentes, mientras que en los demás casos las variaciones fueron en general poco significativas y de distinto signo. En conjunto, la evolución de los tres indicadores revela que el grado de presión financiera soportado por las empresas se habría vuelto a reducir en 2015.

Por su parte, el RON aumentó un 14,9 %, en línea con el comportamiento expansivo mostrado por los anteriores excedentes. Al igual que ocurrió con el VAB, el crecimiento fue más acusado en las compañías medianas (25,3 %) que en las grandes (14,8 %) (véase cuadro 7). A pesar de la positiva evolución de los beneficios ordinarios, las ratios de rentabilidad agregadas siguieron sin registrar incrementos, de modo que la del activo neto se situó en el 5,1 % y la de los recursos propios en el 6,6 %: una y dos décimas, respectivamente, por debajo del dato de 2014. Sin embargo, esta evolución agregada estuvo muy influida por el comportamiento desfavorable de algunas empresas de gran dimensión, ya que en las empresas medianas se observó una recuperación de las rentabilidades. Asimismo, los datos del cuadro 8 evidencian que durante 2015 se redujo el porcentaje de empresas con registros negativos de rentabilidad, en beneficio de los segmentos en los que este indicador era igual o superior al 5 %, lo que pone de manifiesto que la mejoría de los niveles de rentabilidad se extendió a un número cada vez mayor de empresas de la muestra trimestral. Ello se reflejó también en un incremento de la rentabilidad mediana del activo (y también la de los recursos propios) de las empresas, que pasó del 4,1 % al 5,1 %.

El desglose por sectores de actividad revela una elevada heterogeneidad en la evolución de la rentabilidad del activo. Así, en el de información y comunicaciones y en el que engloba el

	Central de Balances Trimestral			
	Rentabilidad ordinaria del activo neto (R.1)		Rentabilidad ordinaria de los recursos propios (R.3)	
	I a IV 2014	I a IV 2015	I a IV 2014	I a IV 2015
Número de empresas	880	896	880	896
Porcentajes de empresas por rango de rentabilidad	R <= 0	28,8	25,8	33,2
	0 < R <= 5	24,7	23,8	16,5
	5 < R <= 10	13,8	15,2	10,7
	10 < R <= 15	8,4	9,1	7,4
	15 < R	24,3	26,1	32,3
PRO MEMORIA: Rentabilidad mediana		4,1	5,1	5,1
				7,6

FUENTE: Banco de España.

resto de actividades (en el que se incluyen las empresas *holding*, que experimentaron un fuerte descenso de sus ingresos financieros) se registraron descensos en esta ratio, de en torno a 1 pp (véase cuadro 7). Por el contrario, en el resto de ramas la rentabilidad aumentó, siendo la variación muy significativa en el caso de la industria, al pasar del 3,5 % al 9 %.

Por su parte, el coste medio de la financiación ajena descendió tres décimas en 2015, situándose en el 3 %. La evolución de la rentabilidad del activo, junto con el descenso de los costes financieros, se tradujo en un ligero incremento del diferencial entre ambas ratios, que se elevó hasta el 2,1 %, frente al 1,9 % del año anterior. Por ramas de actividad, destaca la mejoría en la de comercio y hostelería y, especialmente, en la industrial, en la que este diferencial se amplió en casi 6 pp, hasta situarse en el 6,6 %.

Por último, la evolución de los gastos e ingresos atípicos en 2015 tuvo una influencia negativa sobre el excedente final. Ello se debió a la existencia de elevadas minusvalías generadas en ventas de activos, fundamentalmente de carácter financiero, lo que contrasta con las fuertes plusvalías contabilizadas el año anterior. Además, el pasado ejercicio se registraron importantes dotaciones para provisionar costes de reestructuración de plantillas en algunas grandes empresas de la muestra de la CBT. Como consecuencia de todo ello, el resultado del ejercicio se redujo un 41,3 %. Expresado en porcentaje sobre el VAB, este excedente se situó en un 14,4 %, 10 pp por debajo de la cifra de 2014.

14.3.2016.

El análisis de los flujos asociados al crédito comercial resulta relevante por varios motivos. En primer lugar, se trata de una modalidad importante de financiación, a través de la cual algunas compañías captan, en términos netos, fondos del resto de empresas y sectores, mientras que otras se encuentran en la situación contraria. Por otra parte, esta información puede ser útil para identificar el grado de presión financiera al que pueden estar sometidas las empresas, indicando, por ejemplo, la existencia de posibles problemas de liquidez (si se alargan los períodos de pago a proveedores), o de tensiones asociadas a incrementos en los plazos de cobro a clientes, cuando estos no se puedan compensar con un aumento de otras fuentes de financiación. En este recuadro se analiza, utilizando las bases de datos anual (CBI) y trimestral (CBT) de la Central de Balances, la evolución del crédito comercial entre 2009 y 2015, así como también de ciertos indicadores vinculados a él, como los que permiten aproximar los plazos medios de pago a proveedores y los de cobro a clientes¹. En cualquier caso, hay que tener en cuenta que los períodos de pago y cobro obtenidos de esta manera son aproximaciones útiles para el análisis de su evolución, pero no pueden tomarse como referencia para verificar el grado de cumplimiento de los límites legales que se establecen sobre estos plazos².

Durante el reciente período de crisis, las empresas españolas experimentaron un fuerte deterioro de su actividad comercial, lo que se tradujo en una disminución de los saldos de clientes y proveedores, tendencia que, salvo en 2010 –año en el que la actividad experimentó un dinamismo algo mayor–, se mantuvo hasta 2012 (véanse gráficos 1 y 2). La reducción fue más acusada en las pymes que en las empresas de mayor dimensión, en línea con la mayor incidencia que la crisis tuvo sobre este segmento empresarial. A partir de 2013, en cambio, esta pauta revirtió, siendo las compañías más pequeñas las que reflejaron una recuperación más intensa en su financiación comercial recibida y concedida, llegando a mostrar en 2014 ligeros incrementos en ambos conceptos. En el caso de las sociedades más grandes, durante este período expansivo continuaron contrayéndose dichos saldos, aunque a tasas

algo más moderadas. La información de la CBT, cuya muestra de empresas es más reducida que la de la CBI y en la que tienen un peso elevado las de mayor dimensión, evidencia que en 2015, a pesar de la recuperación de la actividad, se siguieron reduciendo los saldos comerciales, aunque a un ritmo algo más moderado que el año anterior. En todo caso, hay que tener en cuenta que los datos agregados de 2015 están muy influidos por el impacto que la caída del precio del crudo tuvo sobre el importe nominal de las compras y ventas de las empresas del sector de refino, sesgando a la baja el saldo de clientes y proveedores del conjunto de la muestra. Excluyendo esta rama, los saldos de ambas partidas presentarían una evolución más expansiva, llegando incluso, en el caso de los proveedores, a registrar un ligero incremento.

La evolución del crédito comercial descrita anteriormente ha venido acompañada de un descenso progresivo de los períodos medios de pago y cobro, evolución que ha podido verse favorecida tanto por la reducción de los plazos máximos legales como por los planes de pago a proveedores introducidos por el Gobierno en 2012³. Así, entre 2009 y 2014, en las pymes, el período medio de pago se redujo en 14 días y el de cobro en 8, mientras que en las compañías de mayor dimensión se registraron descensos algo más acusados, de 18 y 10 días, respectivamente (véase gráfico 3). De este modo, los plazos de pago y de cobro se situaron en 2014 en niveles ligeramente inferiores a los existentes antes de la crisis, corrigiéndose de este modo el aumento observado durante los primeros años de la crisis. La información más reciente de la muestra trimestral (que es más representativa de las empresas de mayor dimensión, dado el elevado peso de estas en dicha base de datos) apunta a que en 2015 el período medio de cobro se habría seguido reduciendo algo, mientras que el de pago se habría mantenido en niveles similares a los del año previo.

Por otro lado, el efecto que estos cambios han tenido sobre la ratio de financiación comercial neta concedida (que indica el número de días que la empresa otorga –o capta, si la cifra es negativa– fondos, en términos netos, como consecuencia de sus operaciones comerciales) ha sido distinto dependiendo del tamaño de las empresas. Así, en las pymes, cuyos plazos medios deconcesión son normalmente más elevados, esta ratio se mantuvo sin cambios apreciables durante todo el período analizado, en torno a 20 días. Ello indica que este tipo de empresas concede, en promedio, financiación comercial al resto de empresas y sectores institucionales (hogares, AAPP y no residentes). En cambio, en las grandes la financiación comercial neta creció levemente hasta 2012, en un contexto de reducción mucho más marcada de sus períodos medios de pago que de los de cobro, para descender posteriormente hasta situarse en valores muy próximos a cero (véase gráfico 4). Por tanto, las compañías de mayor dimensión

1 Concretamente, el plazo de pago a proveedores se calcula como el cociente entre esta variable sobre las compras anuales, multiplicado por 365. El plazo de cobro a clientes de calcula de forma equivalente (clientes sobre ventas anuales por 365), y el período de financiación comercial neta concedida se obtiene como la diferencia entre el saldo de clientes y el de proveedores, dividido por el total de ventas anuales, multiplicado por 365.

2 Con el objetivo de limitar los plazos de pago a los proveedores, en el año 2000 se promulgó una directiva europea (2000/35/CE) por la que se proponían medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales. Dicha norma tuvo su transposición al ordenamiento jurídico español mediante la Ley 15/2010 (que modifica a la Ley 3/2004), en la que se fijaba, como objetivo último para el 1 de enero de 2013, un plazo máximo de pago en las operaciones comerciales realizadas, tanto entre empresas como con las Administraciones Públicas. Para ello se establecía un período transitorio, en el que se fijaban reducciones progresivas, hasta alcanzar en 2013 un período máximo de pago a proveedores de 60 días en el caso de operaciones entre empresas, y de 30 días si son con Administraciones Públicas.

3 Mediante los planes de pago a proveedores se estableció un mecanismo extraordinario de financiación para el pago y cancelación de las deudas comerciales contraídas con los proveedores de las Entidades Locales y Comunidades Autónomas, en las que se registraban importantes retrasos en los pagos.

EVOLUCIÓN RECENTE DE LA FINANCIACIÓN COMERCIAL RECIBIDA Y CONCEDIDA POR LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS (cont.)

RECUADRO 1

Gráfico 1
CRECIMIENTO DEL SALDO DE CLIENTES



Gráfico 2
CRECIMIENTO DEL SALDO DE PROVEEDORES

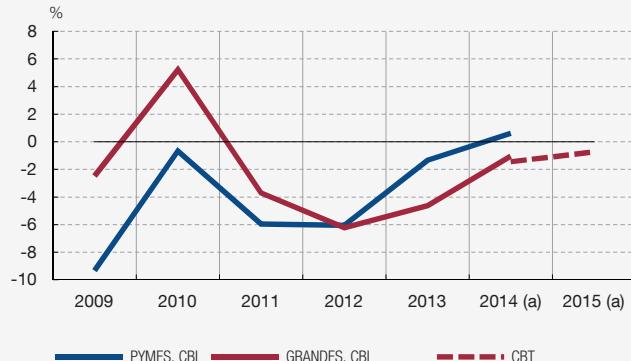


Gráfico 3
PERÍODO MEDIO DE PAGO A PROVEEDORES Y COBRO A CLIENTES

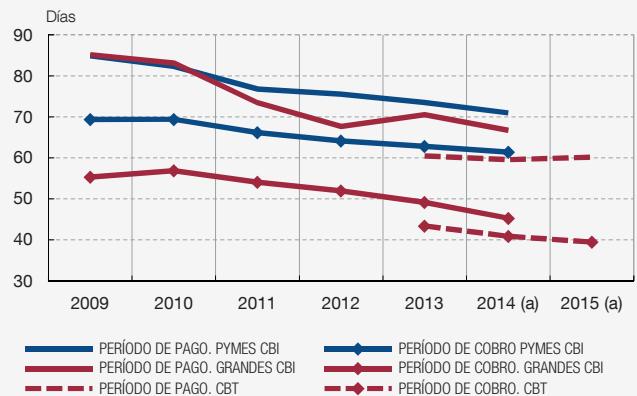


Gráfico 4
FINANCIACIÓN COMERCIAL NETA. MEDIA PONDERADA (c)

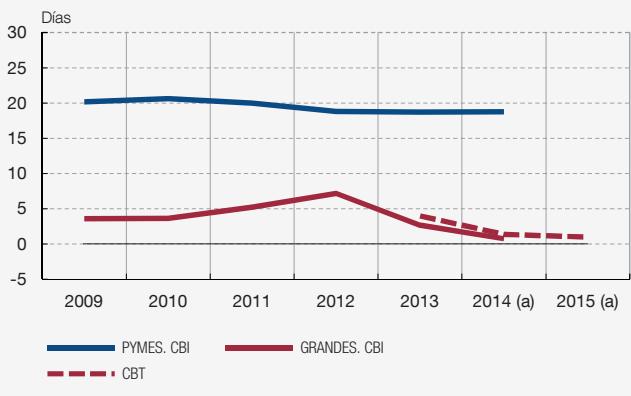


Gráfico 5
PESO EN LAS VENTAS SEGÚN SIGNO DE LA FINANCIACIÓN COMERCIAL NETA (c)

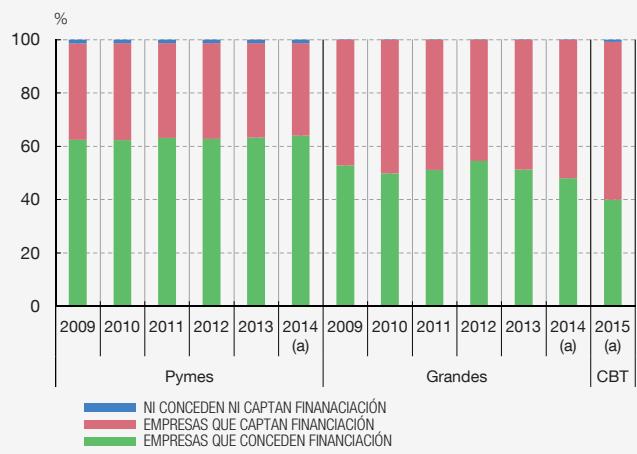
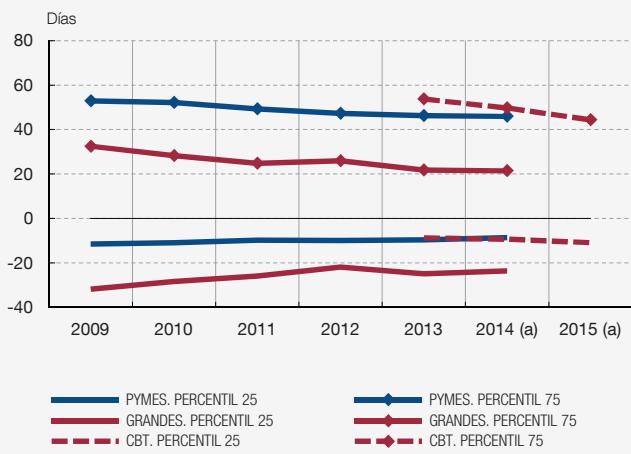


Gráfico 6
FINANCIACIÓN COMERCIAL NETA. DISTRIBUCIÓN (c)



FUENTE: Banco de España.

- a El dato de 2014, para CBI, resulta de aplicar la variación de los días medios, calculados a partir de una muestra común de empresas, al dato del período anterior. El dato de 2015 resulta de aplicar, sobre el dato de 2014, la variación obtenida a partir de una muestra común de empresas de la CBT.
- b El período de pago a proveedores se define como el cociente entre los proveedores y las compras anuales por 365. El período de cobro a clientes se define como el cociente entre los clientes y las ventas anuales por 365.
- c Se define como el cociente entre los clientes menos los proveedores y las ventas anuales por 365.

han mantenido, en promedio, una posición equilibrada en sus flujos de financiación comercial durante los últimos años, observación que confirman los datos más recientes de la CBT.

En cualquier caso, el cálculo de la financiación comercial neta a escala agregada puede ocultar la existencia de heterogeneidad, por lo que resulta de utilidad analizar sus distribuciones. Como se observa en los gráficos 5 y 6, dicho indicador presenta una notable dispersión, de modo que, por ejemplo, una proporción destacada de las empresas (en mayor medida grandes, pero también un número apreciable de pymes) obtuvo fondos, en términos netos, como resultado de sus operaciones comerciales, mientras que para otra parte importante del sector empresarial ocurre lo contrario. El gráfico 6 también revela que durante el período analizado se ha observado un descenso progresivo del período de financiación comercial concedida por las empresas, tanto grandes como pymes, que

presentaban unos períodos más dilatados, como ilustra la reducción del percentil 75 de la distribución. Ello ha redundado también en una disminución de la heterogeneidad, especialmente en las sociedades de mayor dimensión, como ilustra la menor distancia entre los percentiles 25 y 75.

En conclusión, la evidencia presentada en este recuadro pone de manifiesto que desde 2009 se ha registrado una progresiva reducción de los períodos medios de cobro y pago, tendencia que se mantuvo tanto durante los últimos años de la crisis como en el período más reciente de recuperación económica. Esta evolución se ha visto seguramente favorecida tanto por la introducción de la regulación que limita estos plazos como por los planes de pago a proveedores. Ello ha redundado en una menor presión de liquidez sobre las compañías que presentaban una posición neta acreedora en los mercados de deuda comercial.

Este artículo ha sido elaborado por Paloma Marín y Susana Moreno, de la Dirección General de Economía y Estadística.

Este trabajo describe el contenido del acuerdo alcanzado el pasado 19 de febrero de 2016 por los jefes de Estado o de Gobierno de los 28 Estados miembros de la Unión Europea (UE), por el que se refuerza el estatus especial del Reino Unido en la UE. Se trata de un acuerdo de gran trascendencia política e institucional con el que se pretende dar respuesta a las preocupaciones planteadas por el primer ministro británico, David Cameron, en relación con cuatro áreas específicas (gobernanza económica, competitividad, soberanía y prestaciones sociales y libre circulación) y, en última instancia, evitar la salida del Reino Unido de la UE. El acuerdo contiene principalmente «clarificaciones» de los jefes de Estado o de Gobierno, pero también compromisos concretos en las cuatro áreas mencionadas. Las disposiciones del acuerdo solo entrarán en vigor si el resultado del referéndum del Reino Unido que se celebrará el 23 de junio de 2016 es favorable a la permanencia en la UE.

Introducción

El pasado 19 de febrero de 2016, los jefes de Estado o de Gobierno de los 28 Estados miembros de la UE reunidos en el seno del Consejo Europeo alcanzaron un acuerdo por el que se refuerza el estatus especial del Reino Unido en la UE.

Con este acuerdo vinculante, alcanzado al más alto nivel político, se pretende dar respuesta a las preocupaciones planteadas por el primer ministro británico, David Cameron, en su carta de 10 de noviembre de 2015¹ al presidente del Consejo Europeo, Donald Tusk, y, lo que es más importante, se pretende evitar la salida del Reino Unido de la UE.

Se trata, por tanto, de un acuerdo de gran trascendencia política e institucional, que cuenta con el refrendo de todos los Estados miembros y el apoyo de la propia Comisión y del Parlamento Europeo².

Este acuerdo no es de aplicación automática, puesto que está sujeto a una condición suspensiva; sus disposiciones solo entrarán en vigor si el resultado del referéndum del Reino Unido del 23 de junio de 2016 es a favor de la permanencia en la UE. Será entonces cuando las instituciones europeas —en particular, el Consejo, la Comisión y el Parlamento Europeo— deberán plasmar en los correspondientes instrumentos legales el contenido de lo acordado ahora por los jefes de Estado o de Gobierno de los 28 Estados miembros de la UE. Se prevé, además, que algunas de las disposiciones del acuerdo se incorporen en los Tratados —que por el momento no se modifican— con ocasión de la próxima revisión de estos últimos.

El acuerdo contiene principalmente «clarificaciones» de los jefes de Estado o de Gobierno que deberán utilizarse como instrumento de interpretación de los Tratados, pero también prevé compromisos concretos de los Estados miembros y de las instituciones europeas para la implementación de mecanismos novedosos y la adopción de legislación en cuatro

1 En su carta, el primer ministro británico identificaba cuatro áreas específicas: gobernanza económica, competitividad, soberanía e inmigración, en las que pedía reformas para atender a las preocupaciones de los británicos en relación con la permanencia del Reino Unido en la UE: <https://www.gov.uk/government/publications/eu-reform-pms-letter-to-president-of-the-european-council-donald-tusk>.

2 El acuerdo menciona expresamente que se ha tomado nota de cuatro declaraciones de la Comisión y tenido en cuenta las opiniones expresadas por el presidente y los miembros del Parlamento Europeo (el cual estuvo representado a través de una «comisión negociadora»). El BCE formuló observaciones a la propuesta del presidente Tusk, publicada el 2 de febrero de 2016, que fueron tenidas en cuenta en el texto final del acuerdo alcanzado.

áreas específicas: gobernanza económica, competitividad, soberanía y prestaciones sociales y libre circulación. En este artículo se describe el contenido principal de este acuerdo.

Acuerdo sobre un nuevo régimen para el Reino Unido en la Unión Europea

El acuerdo se estructura en torno a una Decisión de los jefes de Estado o de Gobierno reunidos en el seno del Consejo Europeo sobre un nuevo régimen para el Reino Unido en la Unión Europea, que consta de cuatro secciones relativas a la gobernanza económica (Sección A), la competitividad (Sección B), la soberanía (Sección C) y las prestaciones sociales y libre circulación (Sección D).

La Decisión viene acompañada a su vez de una Declaración de los jefes de Estado o de Gobierno, una Declaración del Consejo Europeo y cuatro declaraciones de la Comisión Europea, las cuales complementan y desarrollan lo dispuesto en la Sección A³, la Sección B⁴ y la Sección D⁵, anteriormente mencionadas.

Además de estas declaraciones, se incluye —en relación con la Sección A— una Decisión del Consejo sobre disposiciones específicas relacionadas con la gestión eficaz de la unión bancaria y de las consecuencias de la mayor integración de la zona del euro⁶.

Dicha Decisión será adoptada por el Consejo y entrará en vigor el mismo día en que surta efecto el propio acuerdo, es decir, en el momento en el que el Reino Unido informe que ha decidido seguir siendo miembro de la UE, tras la celebración del referéndum del 23 de junio de 2016, a cuyo resultado favorable se condiciona la aplicación del acuerdo.

Gobernanza económica (Sección A)

El acuerdo aborda en esta Sección la cuestión esencial de la interrelación entre el mercado interior⁷ y la Unión Económica y Monetaria (UEM), con particular atención a la unión bancaria⁸, en relación con la cual se introducen cambios en el equilibrio de poder entre los Estados de dentro y de fuera de la zona del euro.

El texto recuerda la importancia de garantizar la integridad del mercado interior y la igualdad de condiciones (*level playing field*) en toda la UE, y, al mismo tiempo, reconoce abiertamente la necesidad de alcanzar una mayor integración de la zona del euro, tal y como ha revelado la crisis del euro.

Sobre esta base, y tras recordar el compromiso de los Estados miembros que todavía no han adoptado el euro de avanzar hacia el pleno cumplimiento de los criterios de convergencia para la adopción de la moneda única⁹, el acuerdo trata de alcanzar un equilibrio entre los

-
- 3 Declaración de los jefes de Estado o de Gobierno sobre la Sección A de la Decisión de los jefes de Estado o de Gobierno, reunidos en el seno del Consejo Europeo, relativa a un nuevo régimen para el Reino Unido.
 - 4 Declaración del Consejo Europeo sobre la competitividad y Declaración de la Comisión Europea relativa a un mecanismo de aplicación de la subsidiariedad y un mecanismo de aplicación de la reducción de las cargas.
 - 5 Declaración de la Comisión Europea sobre la indexación de las prestaciones por hijos exportadas a los Estados miembros distintos de aquel en el que reside el trabajador; Declaración de la Comisión Europea relativa al mecanismo de salvaguardia a que hace referencia el apartado 2, letra b), de la sección D de la Decisión de los jefes de Estado o de Gobierno, reunidos en el seno del Consejo Europeo, relativa a un nuevo régimen para el Reino Unido en la Unión Europea, y Declaración de la Comisión Europea sobre cuestiones relacionadas con el abuso del derecho de libre circulación de personas.
 - 6 Incluida en la Declaración de los jefes de Estado o de Gobierno mencionada en la nota a pie n.º 3.
 - 7 Espacio sin fronteras interiores en el que está garantizada la libre circulación de mercancías, personas, servicios y capitales.
 - 8 Las normas de la unión bancaria son de aplicación a toda la UE, mientras que la supervisión, el MUS, abarca a los Estados miembros de la zona del euro más los que quieran sumarse mediante el establecimiento de una cooperación estrecha entre la autoridad nacional competente de dicho Estado y el BCE, de conformidad con el Reglamento del MUS.
 - 9 Todos los Estados miembros de la UE deben adoptar el euro, con la salvedad del Reino Unido, que no tiene la obligación, y de Dinamarca, que está exenta de adoptarlo, según se recoge en los Protocolos 15 y 16 de los Tratados, respectivamente.

intereses de los Estados miembros de la UEM y el resto de los Estados miembros dentro de un marco institucional único.

En este contexto, se prevén medidas concretas para garantizar que la voz de los Estados miembros cuya moneda no es el euro será tomada en consideración adecuadamente en las reuniones del Eurogrupo y del Consejo.

Por un lado, el acuerdo prevé expresamente que las reuniones del Eurogrupo deberán respetar los poderes del Consejo y garantizar la participación de sus 28 miembros en todas las deliberaciones, incluso cuando no todos tienen derecho de voto, y, por otro lado, se establece un mecanismo sobre la adopción de decisiones en el Consejo mediante el cual se amplía el alcance del llamado «Compromiso de Ioannina»¹⁰, que será ahora de aplicación cuando un solo Estado miembro que no participa en la unión bancaria se oponga a la adopción de un acto legislativo por mayoría cualificada en materias relacionadas con esta Sección A.

En el primer caso, se trata de un reconocimiento de los poderes del Consejo en materia legislativa y para la coordinación de políticas económicas frente al carácter informal de las reuniones del Eurogrupo¹¹. En este mismo sentido de abrir el Eurogrupo a la participación y deliberación de los Estados miembros que no pertenecen a la zona del euro, recientemente este ha acordado facilitar más información y transparencia en la comunicación de agendas, informes y conclusiones¹².

Por lo que respecta a la ampliación del Compromiso de Ioannina, se confiere un peso importante a la oposición de un único Estado miembro en materia de gran trascendencia como es la unión bancaria previendo la búsqueda de soluciones satisfactorias para el Estado que pasan por elevar el asunto al Consejo Europeo. Ello viene establecido en el proyecto de Decisión del Consejo sobre disposiciones específicas relacionadas con la gestión eficaz de la unión bancaria y de las consecuencias de la mayor integración de la zona del euro, por lo que sus disposiciones serán de aplicación inmediata nada más confirme el Reino Unido su permanencia en la UE.

Más allá de los anteriores dos compromisos relativos al Eurogrupo y al Consejo, el acuerdo enumera a modo de «clarificaciones» los respectivos deberes y obligaciones que deberán respetar los Estados miembros de dentro y de fuera de la zona del euro, confirmando salvaguardias para los Estados miembros de dentro y de fuera de la UEM.

También a modo de clarificaciones se recuerda que el BCE (al igual que la Junta Única de Resolución) solo tiene competencia sobre las entidades de crédito situadas en el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) —sin perjuicio de las exigencias derivadas de la supervisión consolidada—, siendo responsabilidad de las respectivas autoridades nacionales la aplicación de todas aquellas medidas¹³ dirigidas a proteger la estabilidad financiera de los Estados miembros cuya moneda no es el euro.

¹⁰ Actualmente reflejado en la Decisión 2009/857, de 13 de diciembre 2007, y previsto para proteger los intereses de un grupo de Estados miembros cercanos a la minoría de bloqueo para que su postura sea tomada en consideración antes de adoptar un acto legislativo.

¹¹ Por otro lado, los Estados miembros cuya moneda no es el euro se encuentran en minoría en el Consejo y, salvo en los casos en los que la adopción de un acto exige unanimidad, su capacidad para vetar la adopción de un determinado acto legislativo es limitada. La regla general es la adopción de decisiones por mayoría cualificada, y, solo cuando una disposición concreta del Tratado lo prevea, las decisiones se aprobarán por unanimidad.

¹² Acuerdo alcanzado el 7 de marzo de 2016.

¹³ De supervisión, resolución o macroprudenciales.

Además, se enuncia un compromiso de establecer los mecanismos apropiados para garantizar el reembolso íntegro cuando el presupuesto general de la Unión se haga cargo de los costes derivados de las medidas urgentes y de crisis orientadas a salvaguardar la estabilidad financiera de la zona del euro. Se excluye así la posibilidad de que en un futuro los Estados miembros que no participan en la unión bancaria vayan a contribuir financieramente para apoyar la estabilidad de la zona del euro. Finalmente, se admite la posibilidad de que en un futuro las normas prudenciales de la UE tengan un diferente alcance en el seno de la UE según se trate o no de la zona del euro. En este sentido, aunque se confirma que el código normativo único (*single rulebook*)¹⁴ es de aplicación a todas las entidades de la UE, de modo que se garantice la igualdad de condiciones en el mercado interior, se reconoce que en el marco del MUS la aplicación del derecho sustantivo de la Unión por parte del BCE puede precisar de una mayor uniformidad. Para ello, se afirma que pueden ser necesarias disposiciones específicas en el *single rulebook* y en instrumentos relevantes, renunciándose así a la uniformidad de las reglas aplicables en el conjunto de la UE. Aunque esta afirmación requerirá ser precisada, parece sugerir que la necesidad de una mayor armonización de normas se deriva de las necesidades de la unión bancaria y no del mercado único¹⁵. Las consideraciones relativas a este último podrían justificar, no obstante, mantener una legislación común para todos los Estados miembros, en la que, sin embargo, se puedan conferir opciones y discrecionalidades, siempre que estas resulten compatibles con el funcionamiento del mercado único. Para facilitar la mayor armonización requerida en la unión bancaria, el ejercicio de estas discrecionalidades, podría asignarse a las autoridades competentes. De esta manera, en el ámbito de la unión bancaria, el BCE podría lograr un mayor grado de armonización y consistencia en el ámbito de sus competencias sin que ello tenga implicaciones para países de fuera del euro.

Por último, en relación con las referencias del acuerdo a la no discriminación entre personas físicas o jurídicas en razón de la moneda, estas no deberían afectar a la independencia del BCE a la hora de decidir sobre el marco operativo de su política monetaria (activos de garantía adecuados, contrapartidas, etc.) y del resto de las funciones que tiene asignadas.

Todo lo anterior se incorporará en lo sustancial en los Tratados con ocasión de su próxima revisión, tal y como han acordado en el presente acuerdo los jefes de Estado o de Gobierno en relación con esta Sección.

Competitividad (Sección B)

El acuerdo recuerda que el establecimiento de un mercado interior constituye un objetivo esencial de la Unión. Para alcanzar este objetivo, se reconoce que la UE debe ser más competitiva, lo que incluye mejorar y simplificar la legislación, así como reducir las cargas administrativas y los costes que recaen sobre los agentes económicos, especialmente sobre las pequeñas y medianas empresas. Iniciativas que están en la mesa de

14 Marco regulatorio único en el que se integra el conjunto de normas prudenciales armonizadas a nivel de la UE, entre las que destaca la Directiva sobre requisitos de capital IV y el Reglamento sobre requisitos de capital, la Directiva modificada relativa a los sistemas de garantía de depósitos y la Directiva sobre reestructuración y resolución bancarias.

15 El Reglamento del MUS se adoptó bajo la premisa de respeto a la unidad e integridad del mercado interior (considerando 10), la necesidad de que el MUS se sustente en un código normativo único, integral y detallado para los servicios financieros del conjunto del mercado interior (considerando 11) y el deber de que el mecanismo funcione de manera coherente con el mercado interior de servicios financieros y con la libre circulación de capitales (considerando 12). Así, de conformidad con el art. 1 del Reglamento del MUS: «El presente Reglamento atribuye al BCE funciones específicas en lo que respecta a las medidas relativas a la supervisión prudencial de las entidades de crédito, con objeto de contribuir a la seguridad y la solidez de estas entidades y a la estabilidad del sistema financiero dentro de la Unión y en cada uno de los Estados miembros, teniendo plenamente en cuenta y ejerciendo el deber de diligencia en relación con la unidad y la integridad del mercado interior, partiendo de la base de la igualdad de trato para las entidades de crédito con miras a evitar el arbitraje regulatorio».

trabajo de la Comisión Europea¹⁶, como en el ámbito de la regulación financiera o para la consecución de la Unión de los mercados de capitales¹⁷. Destaca, además, el compromiso de la Comisión de revisar el conjunto de la legislación vigente de la UE para verificar que esta cumple los principios de subsidiariedad y proporcionalidad¹⁸.

Soberanía (Sección C)

El acuerdo reconoce en esta Sección la ausencia de compromiso por parte del Reino Unido para alcanzar una mayor integración política en la UE, lo cual deberá hacerse constar en los Tratados con ocasión de su próxima revisión. Se pretende así aclarar definitivamente que las referencias a una Unión cada vez más estrecha (*ever closer union*) no se aplican al Reino Unido, lo que supone consolidar la coexistencia de distintos niveles de integración. La idea de una *ever closer union* resumía la necesidad de avanzar hacia una mayor integración no solo con la finalidad de satisfacer un objetivo político general, sino también para preservar los logros alcanzados y, en particular, el pleno establecimiento del mercado interior. En este sentido, el acuerdo puede interpretarse como una aceptación de que es compatible el mercado único con el hecho de que un grupo de Estados miembros puedan renunciar de modo permanente a ceder más parcelas de soberanía a la Unión.

Se subraya, además, que las referencias al objetivo de lograr una mayor integración recogidas en la actualidad en los Tratados no deben utilizarse para hacer una interpretación extensiva de las competencias de la UE, competencias que solo pueden modificarse mediante la revisión de los Tratados y que, en todo caso —se recuerda— son susceptibles de ser limitadas y restituidas a los Estados miembros.

En cuanto al principio de subsidiariedad¹⁹, se introducen novedades que refuerzan el papel de los Parlamentos nacionales en la aplicación de este principio. Se hace mención expresa a los requisitos de procedimiento previstos en los Tratados —que confieren a los Parlamentos nacionales la posibilidad de contestar una propuesta legislativa si consideran que se está vulnerando el principio de subsidiariedad—, y se prevé un mecanismo novedoso en virtud del cual en el caso de que los dictámenes de no cumplimiento de dicho principio por parte de los Parlamentos nacionales representen un 55 % de los votos atribuidos (dos votos por Parlamento nacional) se podrá impedir la aprobación de un acto legislativo por el Consejo si no se acomodan las preocupaciones suscitadas.

Prestaciones sociales y libre circulación (Sección D)

En este apartado los acuerdos reafirman algunos aspectos que ya están contemplados en la legislación actual y en la jurisprudencia existente²⁰. Sin embargo, la Decisión prevé además que se realizarán varias modificaciones en la legislación secundaria de la UE en el caso de que el Reino Unido decida seguir siendo miembro de ella.

16 Sobre la base de una propuesta de la Comisión de 21 de mayo de 2015, el Consejo, la Comisión y el Parlamento Europeo han alcanzado un acuerdo interinstitucional el 26 de febrero de 2016 por el que se propone, entre otros, la simplificación de la legislación de la UE en aras de la mejora de la competitividad.

17 http://europa.eu/rapid/press-release_IP-15-5731_es.htm.

18 En esta misma línea se inscriben los demás compromisos de la Comisión y el compromiso del Consejo Europeo. Se procederá incluso a la retirada o derogación de legislación vigente, así como a un mejor uso del estudio de impacto y evaluación *ex post*, sobre la base del trabajo ya realizado por el programa REFIT sobre Adecuación Normativa; por otro lado, a un mayor esfuerzo para reducir la carga global de la normativa de la UE, especialmente en las pymes y microempresas; y, por último, al establecimiento —en caso de ser viable— de objetivos de reducción de cargas en sectores clave. Además, la Comisión examinará todos los años los resultados en este campo con apoyo del programa REFIT e incluirá una Encuesta Anual sobre Cargas (*Annual Burden Survey*), así como la revisión del repertorio de legislación vigente en la UE.

19 En virtud del principio de subsidiariedad, la UE interviene solo cuando los objetivos perseguidos no pueden ser alcanzados de manera suficiente por los Estados miembros, ni a nivel central ni a nivel regional y local, sino que pueden alcanzarse mejor a escala de la UE.

20 a) El libre movimiento de personas dentro de la UE puede verse sometido a limitaciones por razones de interés público; b) se pueden establecer condiciones para la percepción de determinadas prestaciones de modo que se asegure que los receptores de las mismas tienen una relación real y efectiva con el mercado del trabajo del país pagador

Los acuerdos alcanzados en esta materia tienen por objeto reconocer que, aunque la libre circulación de trabajadores de la UE es parte integrante del mercado único, los distintos niveles de remuneración de los Estados miembros y la ausencia de armonización de los sistemas de seguridad social pueden atraer trabajadores a determinados Estados miembros con resultados negativos para la sostenibilidad de sus sistemas de seguridad social. Por ello, se considera legítimo tomar medidas para limitar los flujos de trabajadores de gran escala, sin crear una discriminación directa o indirecta no justificada.

Estas medidas se traducirían en varias iniciativas en derecho secundario que deberán ser objeto de una propuesta por parte de la Comisión, de conformidad con el compromiso asumido por ella, y que, en esencia, introducen nuevas salvaguardias para los Estados miembros.

Por lo que se refiere, en primer lugar, a la «exportación» de prestaciones por hijos de trabajadores a otro Estado miembro distinto del de residencia del trabajador, se prevé una propuesta de modificación del reglamento sobre coordinación de los sistemas de seguridad social para otorgar a los Estados miembros la posibilidad de indexar esos beneficios a las condiciones de vida y nivel de prestaciones del Estado miembro donde el hijo reside²¹.

En segundo lugar, se propone la modificación del reglamento sobre libre circulación de trabajadores dentro de la UE para establecer un mecanismo de alerta y salvaguardia que responda a las situaciones de flujo de trabajadores entre Estados miembros de magnitudes excepcionales durante un largo período de tiempo. El Estado miembro podrá notificar a la Comisión estas circunstancias. Esta podrá presentar una propuesta, que deberá ser autorizada, a su vez, por el Consejo, lo que permitirá al Estado restringir el acceso a las prestaciones vinculadas al empleo de carácter no contributivo de los trabajadores recién llegados²².

Por último, el compromiso abarca una propuesta para completar la directiva sobre libre circulación de personas para evitar abusos por parte de nacionales de terceros países. La Comisión clarificará estos abusos en los casos de matrimonio entre nacional de Estado miembro y nacional de un tercer país, en particular los supuestos de matrimonio de conveniencia²³.

18.3.2016.

(con independencia de la nacionalidad de dichos receptores); c) las personas extranjeras sin actividad económica solo podrán residir en un Estado miembro si disponen de los recursos necesarios para no ser una carga para los sistemas de asistencia social de dicho Estado y si tienen un seguro médico completo; d) los Estados miembros pueden denegar la concesión de prestaciones sociales a aquellas personas que pretenden residir en un país con el único propósito de acceder a dichas prestaciones; e) se podrán rechazar las peticiones de asistencia social de ciudadanos de la UE que no gocen del derecho a residir en un país o que residan en el únicamente con el objeto de buscar empleo, incluso aunque las prestaciones denegadas tengan como finalidad facilitar la búsqueda de trabajo.

- 21 Esto se aplicará solo a las nuevas peticiones, aunque a partir del 1 de enero de 2020 todos los Estados miembros podrán aplicar esta indexación a las demandas ya existentes. La Comisión no se propone extender este tipo de indexación a otros beneficios exportables, como puede ser la pensión de jubilación.
- 22 El Consejo autorizaría esta restricción por un total de cuatro años desde que el trabajador comienza a trabajar con la idea de que la limitación sea gradual desde la inicial completa exclusión hasta el acceso paulatino a esas prestaciones, teniendo en cuenta la creciente conexión del trabajador con el mercado laboral del Estado de acogida. La autorización del Consejo para limitar estas prestaciones tendrá una duración limitada de siete años.
- 23 La Comisión quiere aclarar también que los Estados miembros podrán tener en cuenta la conducta pasada de un individuo para determinar si la conducta de un ciudadano de la UE presenta una amenaza para el orden público o la seguridad incluso en ausencia de condena previa. Se prevé reforzar el intercambio de información y la cooperación administrativa en este ámbito.

BIBLIOGRAFÍA

- Tratado de la Unión Europea.
- Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.
- Protocolo n.º 15 sobre determinadas disposiciones relativas al Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte.
- Protocolo n.º 16 sobre determinadas disposiciones relativas a Dinamarca.
- Carta del primer ministro británico, David Cameron, del 10 de noviembre de 2015 (<https://www.gov.uk/government/publications/eu-reform-pms-letter-to-president-of-the-european-council-donald-tusk>).
- Declaración de los jefes de Estado o de Gobierno sobre la Sección A de la Decisión de los jefes de Estado o de Gobierno, reunidos en el seno del Consejo Europeo, relativa a un nuevo régimen para el Reino Unido.
- Declaración del Consejo Europeo sobre la competitividad.
- Declaración de la Comisión Europea relativa a un mecanismo de aplicación de la subsidiariedad y un mecanismo de aplicación de la reducción de las cargas.
- Declaración de la Comisión Europea sobre la indexación de las prestaciones por hijos exportadas a los Estados miembros distintos de aquel en el que reside el trabajador.
- Declaración de la Comisión Europea relativa al mecanismo de salvaguardia a que hace referencia el apartado 2, letra b), de la sección D de la Decisión de los jefes de Estado o de Gobierno, reunidos en el seno del Consejo Europeo, relativa a un nuevo régimen para el Reino Unido en la Unión Europea.
- Declaración de la Comisión Europea sobre cuestiones relacionadas con el abuso del derecho de libre circulación de personas.
- Decisión del Consejo sobre disposiciones específicas relacionadas con la gestión eficaz de la unión bancaria y de las consecuencias de la mayor integración de la zona del euro.
- Reglamento 1024/2013 del Consejo, de 15 de octubre de 2013, que encomienda al Banco Central Europeo tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito.
- Decisión 2009/857/CE del Consejo, de 13 de diciembre de 2007, relativa a la aplicación del artículo 16, apartado 4, del Tratado de la Unión Europea y del artículo 238, apartado 2, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea entre el 1 de noviembre de 2014 y el 31 de marzo de 2017, por una parte, y a partir del 1 de abril de 2017, por otra.
- Acuerdo interinstitucional del 26 de febrero de 2016 del Consejo, la Comisión y el Parlamento Europeo para «legislalar mejor».
- Comunicado de prensa de la Comisión Europea «Unión de los Mercados de Capitales: un plan de acción para impulsar la financiación de las empresas y de las inversiones».

Este artículo ha sido elaborado por la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

Introducción

La economía mundial creció un 3,1 % en 2015, lo que supuso una desaceleración frente al 3,4 % de 2014, quedando, de nuevo, por debajo de lo esperado a principios de año. El menor dinamismo fue consecuencia de la ralentización de las economías emergentes (que crecieron un 4 %, frente al 4,6 % del año previo), mientras que las economías avanzadas estabilizaron su ritmo de avance ligeramente por debajo del 2 %. Por su parte, la inflación permaneció en niveles muy reducidos en la mayoría de los países, con la excepción de algunas economías emergentes.

Cabe destacar tres factores que condicionaron la evolución económica mundial en 2015: el reequilibrio de la economía china, la intensificación de la caída del precio del petróleo y la normalización de la política monetaria en Estados Unidos. Las autoridades chinas están implementando una batería de reformas para avanzar hacia un patrón de crecimiento que evite la acumulación de desequilibrios y sea, por tanto, más sostenible. Estos cambios están teniendo importantes repercusiones en el resto del mundo, a través de diversos canales. Por su parte, el precio del petróleo registró un nuevo descenso en 2015, mostrando cierta volatilidad a lo largo del año. Más allá de la importancia relativa de los factores de oferta y demanda que explican este fenómeno, su impacto global está siendo menos favorable de lo anticipado, debido a que los efectos colaterales adversos parecen estar ganando importancia. Ambos elementos fueron los detonantes de un período de importantes turbulencias en los mercados financieros, en la segunda mitad de 2015, con aumentos de volatilidad y desplazamientos hacia activos considerados seguros. Por último, la largamente anticipada normalización de la política monetaria en Estados Unidos llegó más tarde de lo esperado. La volatilidad de los mercados financieros y la debilidad de los datos de crecimiento global aconsejaron a la Reserva Federal retrasar su decisión de subida de tipos, que finalmente se produjo en diciembre, tras siete años de tipos cero.

En la siguiente sección de este artículo se revisan, de forma más detallada, estos desarrollos, antes de pasar a analizar algunos de los elementos que presumiblemente condicionarán el crecimiento global en los próximos años. En concreto, se revisan los retos que plantea el bajo crecimiento observado en las economías avanzadas tras la crisis financiera global, así como las alternativas de política existentes. Por otra parte, se analiza también la evidencia disponible sobre el menor ritmo de convergencia real que están experimentando las economías emergentes, tratando de identificar los factores responsables de este comportamiento. Y, en tercer lugar, se examinan las implicaciones globales del proceso de reequilibrio de China, la mayor economía emergente. El artículo concluye con un resumen de las expectativas para la economía mundial en 2016, identificando los principales riesgos, claramente orientados a la baja, que se vislumbran actualmente.

La economía mundial en el año 2015

En 2015, la economía mundial creció un 3,1 %, tres décimas menos que en 2014 (véase cuadro 1). Ello se debió a un menor crecimiento de las economías emergentes, que redujeron su ritmo de avance por quinto año consecutivo (del 4,6 % al 4 %), mientras que las desarrolladas solo lo aumentaron ligeramente (del 1,8 % al 1,9 %), a pesar del tono expansivo de las políticas económicas y de la caída en el precio del petróleo. El diferencial de crecimiento entre ambas áreas alcanzó un nuevo mínimo desde el año 2000

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS (a)

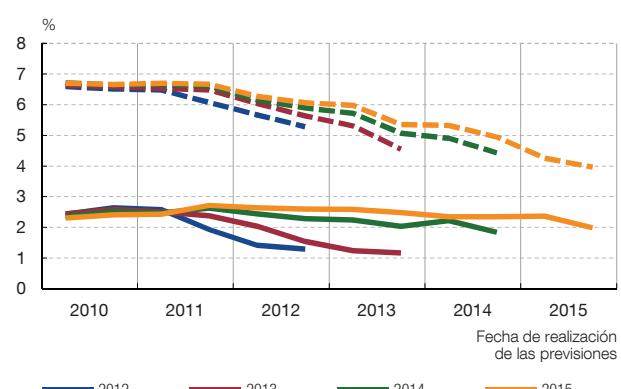
CUADRO 1

	2012	2013	2014	2015	2014				2015			
					I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR
Estados Unidos												
Producto interior bruto	2,2	1,5	2,4	2,4	1,7	2,6	2,9	2,5	2,9	2,7	2,2	1,9
Índice de precios de consumo (b)	2,1	1,5	1,6	0,1	1,4	2,1	1,8	1,2	-0,1	0,0	0,1	0,5
Balanza por cuenta corriente	-2,8	-2,3	-2,2	-2,7	-2,3	-2,1	-2,2	-2,3	-2,7	-2,5	-2,9	-2,8
Saldo de las Administraciones Públicas	-8,1	-5,0	-4,6	-4,0	-4,8	-4,6	-4,7	-4,4	-4,1	-4,1	-4,2	-3,4
Deuda pública bruta (c)	126,7	124,7	124,3	126,8	126,5	124,1	123,8	124,3	125,0	124,1	125,5	126,8
Tasa de paro	7,9	6,7	5,6	5,0	6,7	6,1	6,0	5,6	5,5	5,3	5,1	5,0
Zona del euro												
Producto interior bruto	-0,9	-0,3	0,9	1,6	1,1	0,8	0,8	1,0	1,3	1,6	1,6	1,6
Índice de precios de consumo (b)	2,5	1,4	0,4	0,0	0,7	0,6	0,4	0,2	-0,3	0,2	0,1	0,2
Balanza por cuenta corriente	1,3	2,0	2,5	3,2	1,3	1,5	3,2	4,0	2,2	2,7	3,7	4,3
Saldo de las Administraciones Públicas	-3,8	-3,1	-2,7	—								
Deuda pública bruta	91,0	93,1	94,2	93,7								
Tasa de paro	11,9	11,9	11,3	10,4	11,8	11,5	11,5	11,3	11,2	11,0	10,6	10,4
Reino Unido												
Producto interior bruto	1,2	2,2	2,9	2,2	2,8	3,0	2,8	2,8	2,6	2,4	2,1	1,9
Índice de precios de consumo (b)	2,8	2,6	1,5	0,0	1,7	1,7	1,4	0,9	0,1	0,0	0,0	0,1
Balanza por cuenta corriente	-3,3	-4,5	-5,1	—	-4,5	-4,1	-5,5	-6,2	-5,0	-3,8	-3,7	—
Saldo de las Administraciones Públicas	-8,3	-5,6	-5,6	-4,4	-5,9	-6,2	-6,1	-5,6	-5,0	-4,7	-4,6	-4,4
Deuda pública bruta	90,6	95,8	92,3	102,2	86,6	87,3	86,7	88,2	87,4	88,8	88,3	89,2
Tasa de paro	7,8	7,2	5,7	5,1	6,8	6,3	6,0	5,7	5,5	5,6	5,3	5,1
Japón												
Producto interior bruto	1,7	1,4	0,0	0,5	2,7	-0,3	-1,5	-1,0	-1,0	0,7	1,7	0,7
Índice de precios de consumo (b)	0,0	0,4	2,7	0,8	1,5	3,6	3,4	2,5	2,3	0,5	0,2	0,3
Balanza por cuenta corriente	1,0	0,8	0,6	3,3	0,3	0,0	0,0	0,6	1,6	2,3	2,9	3,3
Saldo de las Administraciones Públicas	-8,6	-7,9	-4,2	—	-6,6	-5,6	-5,4	-4,2	-4,6	-3,8	-3,8	—
Deuda pública bruta	215,4	220,3	226,1	229,2	221,6	223,2	225,0	226,1	227,0	228,5	230,0	229,2
Tasa de paro	4,3	3,7	3,4	3,3	3,6	3,7	3,5	3,4	3,4	3,4	3,4	3,3
China												
Producto interior bruto	7,7	7,7	7,3	6,9	7,3	7,4	7,1	7,2	7,0	7,0	6,9	6,8
Índice de precios de consumo (b)	2,7	2,6	2,0	1,4	2,3	2,2	2,0	1,5	1,2	1,4	1,7	1,5
Balanza por cuenta corriente	2,5	1,5	2,1	2,7	1,2	1,5	1,8	2,1	2,8	2,7	2,6	2,7
Saldo de las Administraciones Públicas	-1,5	-1,8	-1,8	-3,5	-1,8	-2,3	-2,4	-1,8	-1,9	-2,2	-3,0	-3,5
Deuda pública bruta	37,1	39,4	41,1	43,2								
Asia emergente (excluido China) (d)												
Producto interior bruto	5,4	5,1	5,4	5,4	4,7	5,7	6,0	5,3	5,0	5,4	5,7	5,5
Índice de precios de consumo (b)	6,4	7,1	5,2	3,8	6,2	6,0	4,9	3,7	4,0	4,0	3,4	3,8
Balanza por cuenta corriente	-1,4	-0,3	0,6	—	0,2	0,7	0,6	0,6	0,7	1,0	1,3	—
Saldo de las Administraciones Públicas	-2,2	-2,5	-2,5	—	-2,6	-2,7	-2,6	-2,5	-2,3	-2,2	-2,1	—
Deuda pública bruta	50,8	50,8	51,1	51,4								
América Latina (e)												
Producto interior bruto	3,1	2,8	1,0	—	2,5	0,4	0,5	0,7	0,5	0,0	-0,9	—
Índice de precios de consumo (b)	4,5	4,6	5,0	6,0	4,6	4,9	5,1	5,2	5,4	5,8	6,2	6,6
Balanza por cuenta corriente	-2,1	-2,5	-3,0	—	-2,6	-2,7	-2,7	-2,9	-3,2	-3,2	-3,2	—
Saldo de las Administraciones Públicas	-0,5	-1,0	-2,2	—	-1,3	-2,8	-3,4	-3,9	-4,8	-5,1	—	—
Deuda pública bruta	42,8	43,4	45,8	49,3								
Europa del Este (f)												
Producto interior bruto	0,4	1,3	2,8	—	3,0	2,9	2,9	2,7	3,6	3,4	3,4	3,7
Índice de precios de consumo (b)	3,8	1,5	0,3	-0,4	0,5	0,3	0,3	0,0	-0,6	-0,1	-0,5	-0,4
Balanza por cuenta corriente	-3,0	-1,0	-0,5	—	0,0	-0,7	-0,9	-0,6	-0,1	0,4	0,6	—
Saldo de las Administraciones Públicas	-3,4	-3,0	-2,9	—								
Deuda pública bruta	51,0	52,3	50,5	50,8								
Pro memoria: crecimiento del PIB (a) (g)												
Global	3,4	3,3	3,4	3,1	3,5	3,4	3,4	3,2	3,2	3,2	3,1	—
Economías avanzadas	1,2	1,1	1,8	1,9	1,9	1,8	1,8	1,7	1,9	2,0	1,9	1,7
Economías emergentes	5,2	5,0	4,6	4,0	5,0	4,9	4,9	4,7	4,4	4,3	4,2	—
Pro memoria: inflación (a) (g)												
Global	4,2	3,9	3,5	3,3	3,0	3,3	3,0	2,6	2,5	2,6	2,7	—
Economías avanzadas	2,0	1,4	1,4	0,3	1,2	1,7	1,5	1,0	0,2	0,2	0,2	0,4
Economías emergentes	6,0	5,8	5,1	5,5	4,8	4,9	4,5	4,1	4,7	4,9	5,2	—

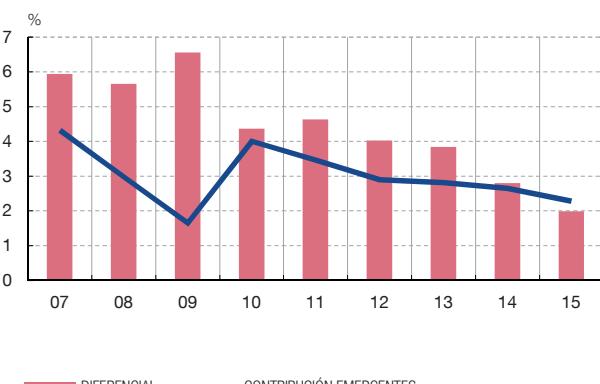
FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Banco de España, Eurostat y estadísticas nacionales.

- a PIB e inflación se muestran en tasa de variación interanual; balanza por cuenta corriente, saldo de las Administraciones Públicas y deuda pública bruta se muestran en porcentaje del PIB.
- b IPC trimestral se corresponde con la media del trimestre.
- c Pasivos del gobierno federal y los gobiernos estatales y locales incluyendo los compromisos de pago de pensiones a los empleados públicos. Obtenido de las cuentas financieras publicadas por la Reserva Federal.
- d Asia emergente incluye: China, India, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Malasia, Filipinas, Hong Kong y Singapur.
- e América Latina: Brasil, México, Argentina, Colombia, Venezuela, Perú y Chile. Se excluyen Argentina y Venezuela para el agregado del IPC, y Venezuela para el agregado del saldo de las Administraciones Públicas.
- f Europa del Este: Polonia, República Checa, Rumanía, Hungría, Bulgaria y Croacia.
- g Los datos anuales reflejan las últimas previsiones del Fondo Monetario Internacional disponibles públicamente a la fecha de cierre de este informe. Los datos trimestrales se calculan sobre una muestra de 41 economías (17 avanzadas y 24 emergentes) que representan casi el 90 % del PIB mundial, ponderadas según su peso en PPP. Todas las economías a las que se hace referencia en las notas b, c y d están incluidas en la muestra.

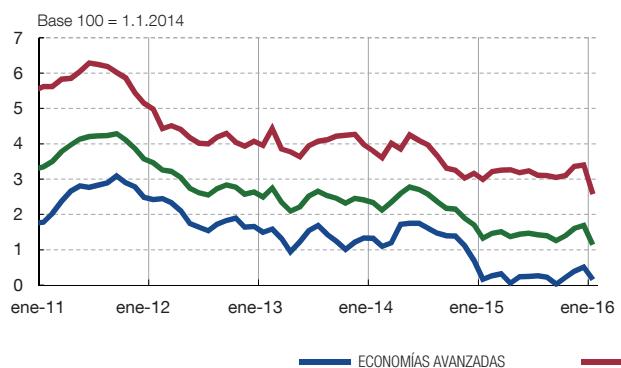
1 PREVISIÓN DE CRECIMIENTO DEL PIB (a)



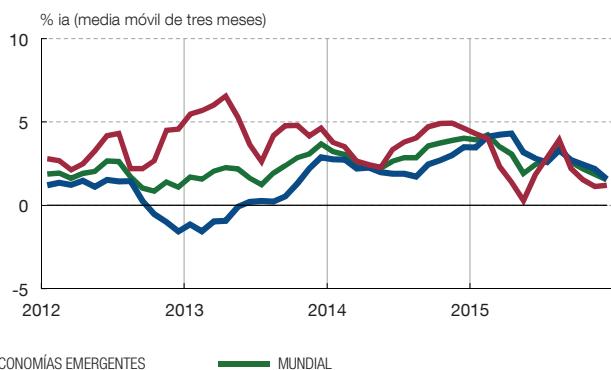
2 DIFERENCIAL DE CRECIMIENTO DEL PIB ENTRE LAS ECONOMÍAS AVANZADAS Y LAS EMERGENTES Y CONTRIBUCIÓN DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES



3 IPC GENERAL



4 VOLUMEN DE COMERCIO DE BIENES (b)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y Datastream.

- a Líneas continuas: economías avanzadas. Líneas discontinuas: economías emergentes.
b Media de las exportaciones e importaciones

(véase gráfico 1), y la tasa de avance del PIB mundial fue la más reducida desde 2009. En cuanto a los precios, la inflación global siguió descendiendo de forma generalizada como consecuencia principalmente de la caída del precio de las materias primas. No obstante, algunas economías emergentes importantes, como Brasil, Rusia o Turquía, registraron tasas elevadas de inflación, debido, en parte, a las depreciaciones de sus monedas.

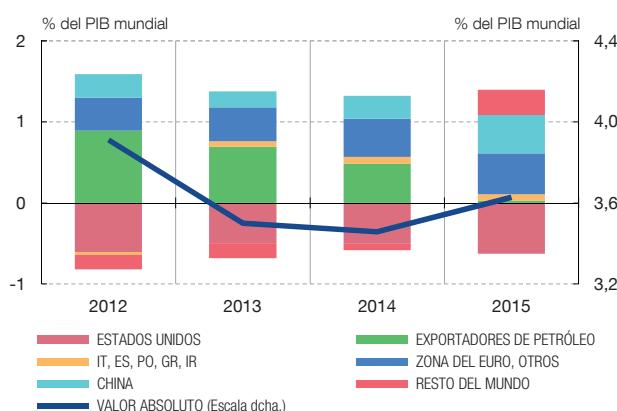
En este contexto de bajo crecimiento, el comercio mundial siguió muy débil, en línea con lo observado durante el último lustro, y creció tan solo un 2,6 % en volumen, de forma que la elasticidad aparente del comercio con respecto al PIB mundial fue inferior a la unidad. En 2015, los desequilibrios por cuenta corriente aumentaron ligeramente (véase gráfico 2), a pesar de la reducción de los superávits de los países exportadores de petróleo. Los desequilibrios medidos a través de la posición de inversión internacional neta —es decir, en términos de stocks— se han ampliado, entre otras cosas, debido a los efectos de valoración y cambiarios.

Uno de los principales factores determinantes de la evolución de la economía mundial en 2015 fue el precio del petróleo, que se mantuvo en niveles bajos casi hasta finales del año, aunque con cierta volatilidad, para desplomarse en la parte final, hasta alcanzar los 28 dólares a principios de 2016, un mínimo desde 2003 (véase gráfico 3). Entre los factores de oferta que explican este comportamiento destacan la expectativa de aumento de la producción

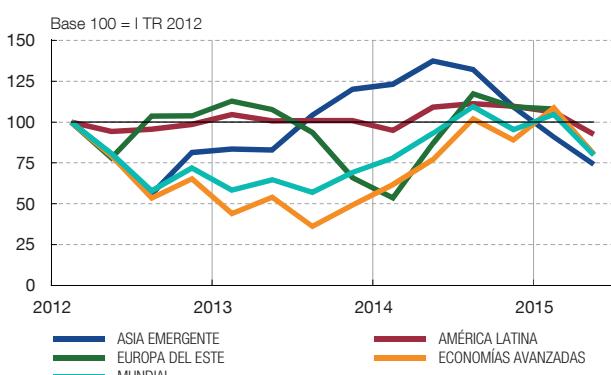
DESEQUILIBRIOS GLOBALES Y FLUJOS DE CAPITALES

GRÁFICO 2

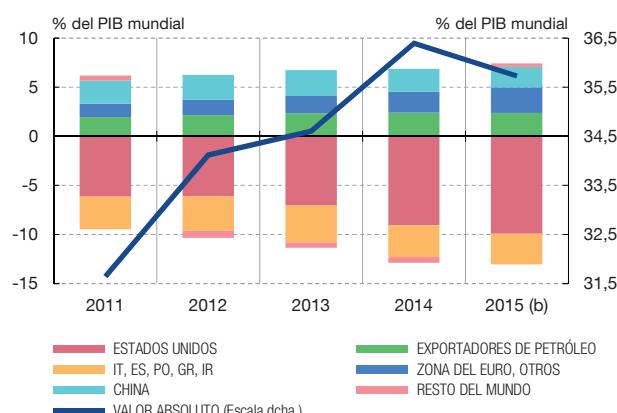
1 BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



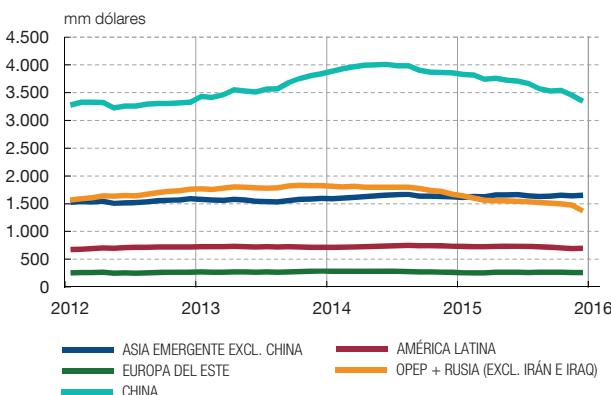
2 FLUJOS FINANCIEROS. ENTRADAS DEL EXTERIOR (a)



3 POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL NETA POR ÁREAS



4 RESERVAS INTERNACIONALES (a)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial, estadísticas nacionales, EPFR Global, Bloomberg y Datastream-Thomson Reuters.

- a Para la composición de los agregados de países, consultar notas al pie del cuadro 1.
b Datos disponibles hasta el tercer trimestre de 2015.

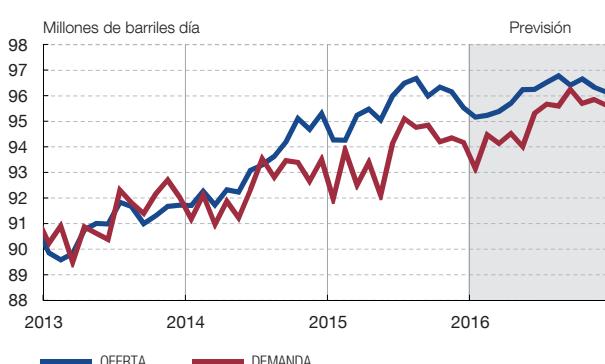
PETRÓLEO Y MATERIAS PRIMAS

GRÁFICO 3

1 PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS



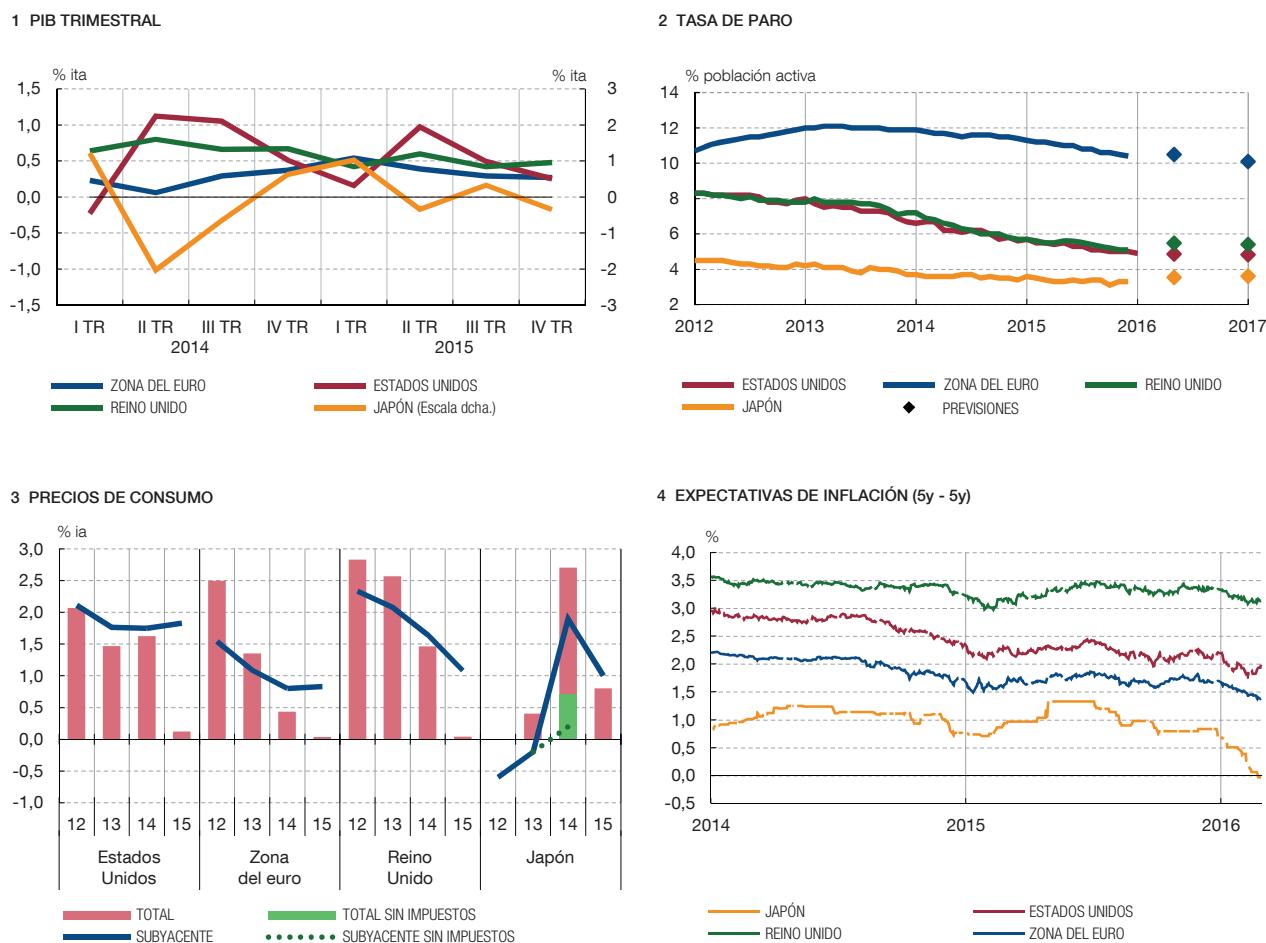
2 OFERTA Y DEMANDA DE PETRÓLEO



FUENTES: Datastream y Agencia Internacional de la Energía.

EVOLUCIÓN MACROECONÓMICA EN ECONOMÍAS AVANZADAS

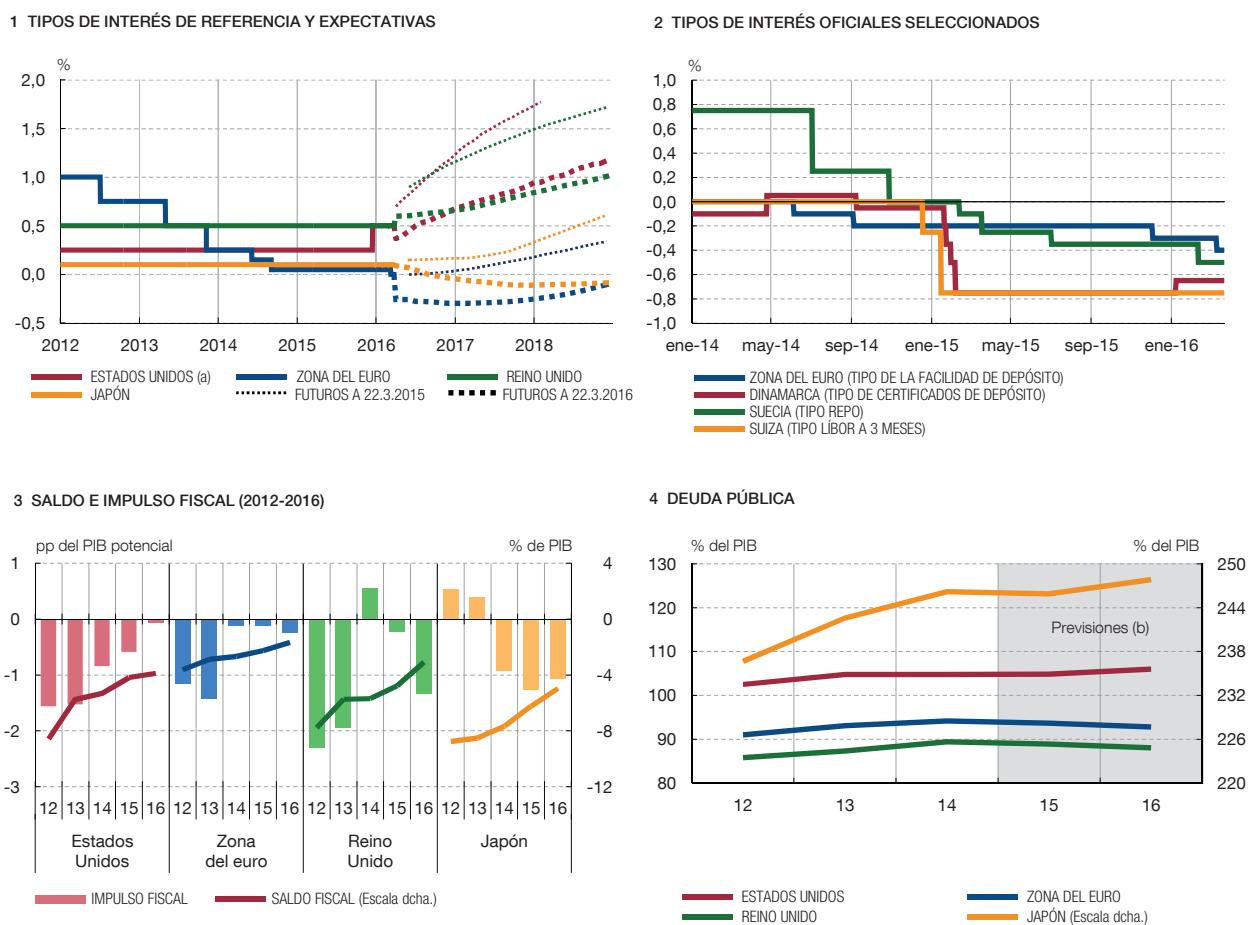
GRÁFICO 4



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, estadísticas nacionales, *Consensus Forecast*, Barclays Live y Datastream-Thomson Reuters.

de Irán, el cambio de estrategia de mercado de Arabia Saudita y la resistencia de la producción de *shale oil* en Estados Unidos. Sin embargo, las sucesivas revisiones a la baja de la demanda global han desempeñado un papel cada vez más relevante. En principio, cabe esperar que una bajada del precio del petróleo con un componente de oferta importante tenga un efecto neto positivo en la economía mundial; sin embargo, parece que los efectos colaterales adversos han ganado peso, como se analiza en el recuadro 1.

El crecimiento en las economías avanzadas en 2015 fue inferior a lo previsto (véase gráfico 4), a pesar de contar con el apoyo de unas políticas monetarias muy expansivas y de factores, en principio favorables, como el descenso de los precios de la energía. Esta persistencia de tasas de crecimiento modestas suscita controversia sobre sus causas últimas y sobre sus implicaciones en términos de políticas económicas, como se analiza en la sección titulada «Las economías avanzadas: retos y márgenes de actuación de las políticas económicas en un contexto de bajo crecimiento». En general, la evolución del consumo privado, apoyado en la mejoría de los mercados laborales y en los bajos precios de la energía, fue más favorable que la de la inversión y el comercio exterior, y los servicios se comportaron mejor que las manufacturas. Dentro de este grupo de economías, la de Estados Unidos fue de las más dinámicas, con un crecimiento del 2,4 %, igual que en 2014, a pesar de que la aportación del consumo privado fue inferior a la prevista y se observó un aumento de la tasa de ahorro de los hogares poco habitual, dadas las circunstancias. Los principales lastres fueron la debilidad de la inversión, especialmente la relacionada con el sector de la



FUENTES: Reserva Federal, Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra, Banco de Japón, Datastream-Thomson Reuters y Fondo Monetario Internacional.

- a Extremo superior del intervalo objetivo para el tipo de interés de los fondos federales. En los futuros se representa el punto medio del intervalo objetivo para el tipo de interés de los fondos federales.
 b Las previsiones para Japón comienzan en 2013.

energía, y la apreciación del dólar. En el Reino Unido, la actividad se desaceleró en siete décimas, hasta el 2,2 %, con una aportación más débil de la construcción y del sector exterior, mientras que el consumo privado fue el principal soporte de la demanda. En el área del euro, el crecimiento del PIB en 2015 fue del 1,6 %, seis décimas más que en 2014. En Japón, el crecimiento del PIB fue del 0,5 %, tras el estancamiento de 2014, con un inicio del año dinámico que se frenó posteriormente por la debilidad de la demanda interna. Otras economías avanzadas de menor tamaño mostraron también fragilidad en su crecimiento, especialmente las exportadoras de materias primas.

La inflación de las economías avanzadas se mantuvo en registros muy reducidos, situándose en muchos casos alrededor del 0 %. Esto fue consecuencia, sobre todo, de la evolución de los precios de la energía (véase gráfico 4), ya que la inflación subyacente tendió a aumentar gradualmente durante el año en todas las áreas, a pesar del crecimiento moderado de los salarios, y de la apreciación cambiaria, en Estados Unidos. Sin embargo, las expectativas de inflación obtenidas de variables de mercados descendieron incluso en horizontes de medio plazo.

En este contexto, las políticas monetarias mantuvieron un tono muy acomodaticio (véase gráfico 5). En Estados Unidos, los malos datos de crecimiento y la volatilidad en los mercados financieros internacionales llevaron al Comité de Política Monetaria (FOMC, por sus siglas en inglés) de la Reserva Federal a esperar hasta la reunión de diciembre para aumentar el rango

para el tipo de los fondos federales en 25 puntos básicos (pb), al 0,25 %-0,50 %. Aunque los miembros del FOMC proyectan una senda muy gradual de aumentos futuros, la divergencia con las expectativas del mercado, que apenas descuentan una subida de tipos en cada uno de los próximos años, sigue siendo muy elevada. En el Reino Unido, el Banco de Inglaterra mantuvo sin cambios el tipo de interés oficial en el 0,5% y el volumen de su programa de compra de activos, mientras las expectativas de mercado retrasaban el inicio de las subidas del tipo oficial hasta 2017. Para contener los posibles riesgos macrofinancieros, especialmente los relacionados con el mercado hipotecario, el Comité de Política Financiera del Banco de Inglaterra adoptó distintas medidas macroprudenciales. En el área del euro, el BCE decidió a principios de 2015 ampliar su programa de compras de activos («extended APP») hasta septiembre de 2016; posteriormente, en respuesta a las tensiones financieras ocurridas durante el año, decidió reducir el tipo de interés de la facilidad de depósito al -0,30 % y extender las compras de la APP a marzo de 2017, o más allá si fuese necesario, en su reunión de diciembre; en marzo de este año, el BCE ha introducido un nuevo paquete de medidas expansivas, entre las que se incluye la reducción del tipo de la facilidad de depósito hasta el -0,4 % y la del tipo de las operaciones principales de financiación hasta el 0 %, y una nueva ampliación del volumen de compras y de la composición de la APP. Por su parte, el Banco de Japón mantuvo en 2015 su política de expansión cuantitativa y cualitativa (QQE, por sus siglas en inglés), si bien, en enero de 2016, decidió introducir tipos de depósito negativos (del -0,1 %) para una parte de las reservas bancarias. En otras economías avanzadas, los bancos centrales de Suecia, Suiza, Canadá, Australia y Noruega redujeron los tipos de interés oficiales durante 2015, y en algunos casos los mantuvieron en terreno negativo, como en Suecia (donde además se introdujo un programa de compra de deuda pública), Suiza o Dinamarca.

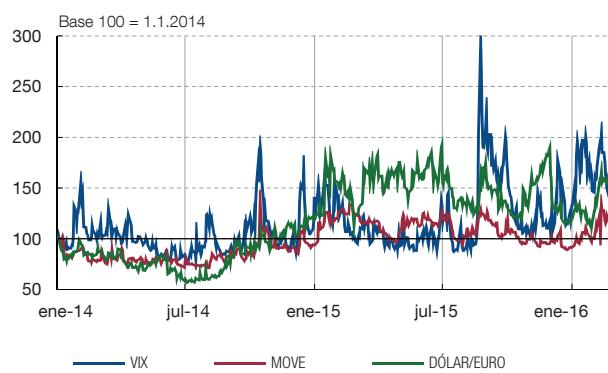
Las políticas fiscales de las economías avanzadas siguieron las pautas de ajuste previas en 2015, aunque con heterogeneidad en cuanto al ritmo de consolidación, siendo mayor en el Reino Unido o Japón. El déficit promedio se redujo en medio punto, hasta el 3,4 % del PIB, y la ratio de deuda pública bajó siete décimas, al 111,7 % del PIB, favorecido por la disminución de la carga de intereses. En el ámbito de las reformas estructurales, las novedades fueron limitadas, siendo la más relevante la revisión de la estrategia económica (conocida como *Abenomics*) en Japón.

El comportamiento de los mercados financieros siguió un patrón irregular en 2015. En el inicio del año predominó el apetito por el riesgo y se produjo una notable revalorización de los activos de riesgo, que se apoyó en la implementación del nuevo programa de compra de activos del BCE y en una mejora de las expectativas de crecimiento de las economías avanzadas, particularmente de la zona del euro, que no se vio cumplida posteriormente (véase gráfico 6). Este tono positivo de los mercados se mantuvo hasta la parte central del año, a pesar del recrudecimiento de la crisis de Grecia y del fuerte repunte de las rentabilidades de la deuda pública a diez años en las principales economías desarrolladas. A partir del verano, el sentimiento inversor empeoró notablemente, como sugieren los dos episodios de turbulencias que atravesaron los mercados financieros. El primero, ocurrido en agosto, se desencadenó ante las dudas sobre la situación de China y el retroceso del precio del petróleo. El segundo comenzó en las últimas semanas de 2015, ante la percepción de que el crecimiento en las áreas desarrolladas era menos robusto de lo anticipado. Este último episodio continuó en 2016, agravado por la creciente incertidumbre respecto a China, la percepción de un mayor riesgo de crédito en la banca, especialmente la europea, y la especulación sobre un posible impago de los cupones de la deuda convertible (CoCos). En todo ese período, la aversión al riesgo se incrementó, la volatilidad financiera alcanzó cotas significativas y se produjo un deterioro de la liquidez en los mercados de renta fija (véase recuadro 2), si bien a finales del primer trimestre esta situación ha revertido parcialmente.

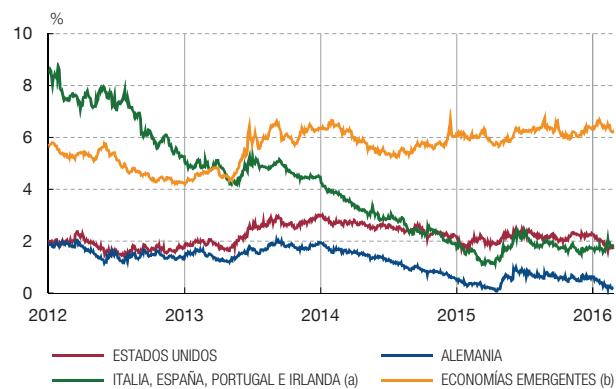
1 EVOLUCIÓN DE LAS BOLSAS



2 ÍNDICES DE VOLATILIDAD



3 TIPOS DE INTERÉS A DIEZ AÑOS



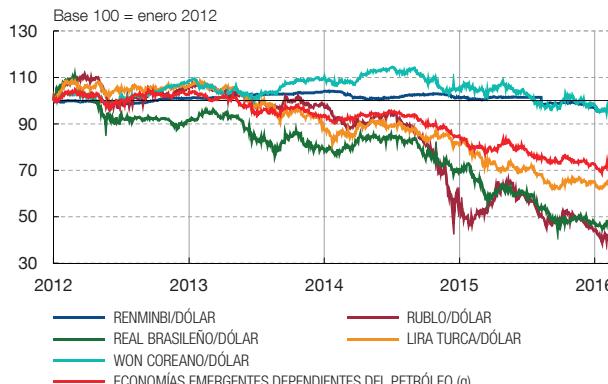
4 DIFERENCIALES DE TIPOS DE INTERÉS



5 TIPOS DE CAMBIO. ECONOMÍAS DESARROLLADAS (e)



6 TIPOS DE CAMBIO. ECONOMÍAS EMERGENTES (e)



FUENTES: Datastream.

- a Media simple de los países.
- b Economías emergentes se calcula sumando el diferencial del EMBI + Composite al tipo de interés de Estados Unidos.
- c Diferencial frente al dólar del tipo de interés de los bonos soberanos.
- d Diferencial del tipo de interés del bono basura «Junk bond» frente al tipo de los bonos a diez años en Estados Unidos.
- e Una caída indica una apreciación del dólar.
- f Agregación con PIB en PPP de Noruega, Canadá, Australia y Nueva Zelanda.
- g Agregación con PIB en PPP de Azerbaiyán, Kazajistán, Rusia, Bolivia, Colombia, Ecuador, México, Trinidad y Tobago, Venezuela, Baréin, Iraq y Qatar.

La cotización de los activos de riesgo se resintió de forma marcada, sobre todo los de mercados emergentes y los valores (acciones y deuda) de las empresas energéticas, por su exposición al petróleo. De hecho, en el conjunto del año, las bolsas emergentes registraron pérdidas de entre el 8 % y el 28 % —destacan los tres episodios sucesivos de corrección de la burbuja bursátil china, tras la adopción de algunas medidas— y los diferenciales soberanos se incrementaron entre 30 pb y 60 pb. Finalmente, el dólar se apreció frente a sus principales cruces, por su papel de moneda «refugio» y por la divergencia en los ciclos de política monetaria entre regiones, afianzada en diciembre, cuando la Reserva Federal subió los tipos de interés y el BCE anunció la extensión de su programa de compra de activos hasta marzo de 2017, al menos. Las principales monedas emergentes fueron las más perjudicadas, al perder entre un 15 % y un 35 % de su valor. Todo ello derivó en una acusada desaceleración de las entradas brutas de capitales, desde los cerca de 960 mm de dólares de 2014 a los apenas 170 mm. Esta ralentización fue más acusada en la inversión extranjera directa y de cartera, y se acentuó con las tensiones en los mercados financieros de China. Asimismo, las emisiones en los mercados primarios de renta fija en 2015 fueron inferiores en un 30 % a las de 2014, por la fuerte reducción de las colocaciones de América Latina y de Europa del Este. En consecuencia, las reservas internacionales de estos países registraron caídas acusadas (véase gráfico 2).

A diferencia de lo sucedido en 2014, en 2015 la revisión a la baja del crecimiento de las economías emergentes no fue generalizada. Así, China, que fue uno de los focos de atención durante el año, creció conforme a lo esperado, si bien esas expectativas ya incorporaban una moderación de su ritmo de crecimiento (véase gráfico 7). Las autoridades chinas introdujeron una mezcla de políticas de demanda expansivas y de reformas orientadas a facilitar el deseado cambio en el patrón de crecimiento, que en 2015 se centraron en el sector financiero (véanse recuadro 3 y el epígrafe titulado «El reequilibrio de la economía china y sus implicaciones para la economía mundial», sobre las repercusiones globales de este proceso). La economía presentó un comportamiento dual, con condiciones quasi-recesivas en los sectores inmobiliario y manufacturero y fortaleza en el sector servicios, reflejando el avance del proceso de reequilibrio, que también se mostró en la evolución de los componentes del gasto, con una creciente aportación del consumo privado. La inflación se moderó, hasta el 1,4 %, lo que permitió una relajación de la política monetaria en la primera mitad del año, antes de las tensiones financieras asociadas a la corrección de la burbuja bursátil. Los cambios en el régimen cambiario introducidos en agosto (devaluación frente al dólar) y diciembre (la referencia a una cesta de divisas en lugar del PEG con el dólar) se tradujeron en una depreciación del renminbi frente al dólar superior al 5 %. Las presiones depreciatorias —a pesar de la significativa ampliación del superávit comercial y por cuenta corriente— llevaron al banco central a intervenir, lo que supuso una importante caída de las reservas internacionales.

En el resto de Asia emergente, el crecimiento también estuvo en línea con lo esperado (en el entorno del 5,5 %). En general, estas economías presentaron un perfil de ligera desaceleración, destacando la evolución negativa de su sector exterior. La inflación se moderó significativamente (3,8 %, frente al 5,2 % en 2014), a pesar de las depreciaciones de sus monedas. Las políticas monetarias mostraron un tono de cautela, reflejando la preocupación por la estabilidad financiera en un escenario de desaceleración, recrudecimiento de la volatilidad y disminución de flujos de capitales extranjeros. En el ámbito de las políticas fiscales cabe resaltar que las caídas de precios de energía y alimentos facilitaron la reducción de los subsidios para estos productos.

La desaceleración de la actividad que venía produciéndose en América Latina desde mediados de 2011 se intensificó en 2015, como consecuencia del agravamiento de la



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Datastream-Thomson Reuters, Bloomberg y estadísticas nacionales.

- a Previsiones del *World Economic Outlook* de octubre de 2015.
- b Agregado de Bulgaria, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, República Checa y Rumanía.
- c Agregado de Hungría, Polonia, República Checa y Rumanía.
- d Datos hasta el tercer trimestre de 2015.

recesión en Brasil, entre otros factores. En un contexto en el que los determinantes externos del crecimiento (endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos, precios de las materias primas, crecimiento de China e inestabilidad en los mercados financieros) siguieron contribuyendo negativamente a la evolución de la actividad, la región entró en recesión con una caída del PIB del 0,3 %, si bien la heterogeneidad por países fue muy notable. Mientras que la recesión en Brasil fue intensa (-3,9 %), en México, Perú, Chile o Colombia las tasas de crecimiento continuaron siendo relativamente sólidas, entre el 2 % y el 3 %. Venezuela experimentó una recesión superior al -7 %. A pesar de la desaceleración, la inflación repuntó hasta el 7 % a comienzos de 2016, medida por el promedio de los cinco países que mantienen objetivos de inflación, dos puntos más que en 2014. Con la excepción de México, donde la inflación se mantuvo en torno al 2 %, apoyada en las reformas estructurales, las presiones de precios se intensificaron en Brasil (donde la inflación superó el 10 %), Chile, Colombia y Perú. En todos ellos, los precios se situaron fuera de las bandas objetivo, por la traslación de las depreciaciones cambiarias y, en Brasil, por la subida de los precios administrados. En Argentina, la inflación superó cifras de dos dígitos, y en Venezuela, de tres. En este contexto, las políticas económicas se orientaron principalmente a la corrección de los desequilibrios. Por un lado, las subidas de los tipos de interés oficiales fueron generalizadas en los países con objetivos de inflación. Por otro lado, las políticas fiscales siguieron ajustándose en la mayoría de los casos a un escenario

de precios bajos de las materias primas. En Brasil, que no consiguió iniciar el ajuste fiscal previsto para 2015, el déficit público se aproximó al 10 % del PIB. En otros países, también se produjeron deslizamientos del déficit público sobre lo inicialmente previsto, en gran medida por los menores ingresos.

Las economías del este de Europa, exceptuando Rusia (que experimentó una fuerte recepción por la reducción de los precios del petróleo, con una caída del PIB del 3,7 %), mantuvieron una evolución relativamente favorable, con un incremento del PIB de la región del 3,4 %, seis décimas más que en 2014. Estas economías mostraron, además, tasas de inflación muy reducidas, en algunos casos negativas, lo que les permitió mantener unas políticas monetarias muy acomodaticias. De nuevo, hubo algunas excepciones, como Rusia o Turquía, donde la inflación fue mucho más elevada por la traslación de las depreciaciones de sus tipos de cambio.

Algunos factores clave para las perspectivas globales

LAS ECONOMÍAS AVANZADAS:
RETOS Y MÁRGENES
DE ACTUACIÓN DE LAS
POLÍTICAS ECONÓMICAS
EN UN CONTEXTO DE BAJO
CRECIMIENTO

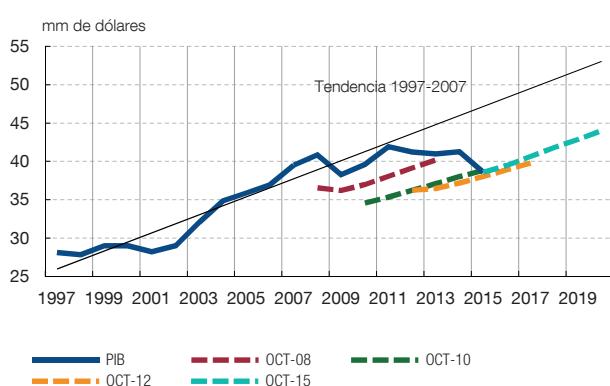
La recuperación de las principales economías avanzadas tras la crisis financiera global se ha caracterizado por una particular lentitud y fragilidad, con continuos altibajos y ritmos de crecimiento mediocres, en términos históricos, a pesar de contar con el apoyo de unas políticas monetarias extraordinariamente expansivas. Como resultado, las pérdidas de PIB respecto a la tendencia previa a la crisis son sustanciales y, además, se ha producido una revisión a la baja de su crecimiento a medio plazo, lo que sugiere un menor potencial de crecimiento (véase gráfico 8).

En efecto, las estimaciones de crecimiento potencial disponibles de los principales organismos internacionales confirman dicha revisión a la baja, aunque con diferencias aún sustanciales entre países. Este menor dinamismo se debe, en parte, a tendencias que ya estaban presentes antes de la crisis financiera global —como la evolución demográfica o un menor avance de la productividad total de los factores (PTF), enmascarada por la mejora en el sector financiero—, y también a otras que la crisis agudizó —como el menor crecimiento del capital físico y humano, las pérdidas de empleo o la menor inversión en I+D—. Con todo, las proyecciones disponibles apuntan a cierta recuperación del crecimiento potencial en los próximos años, si bien hasta tasas inferiores a las de antes de la crisis; además, el entorno persistente de baja inversión [Berganza *et al.* (2015)] genera dudas sobre la fiabilidad de esas previsiones.

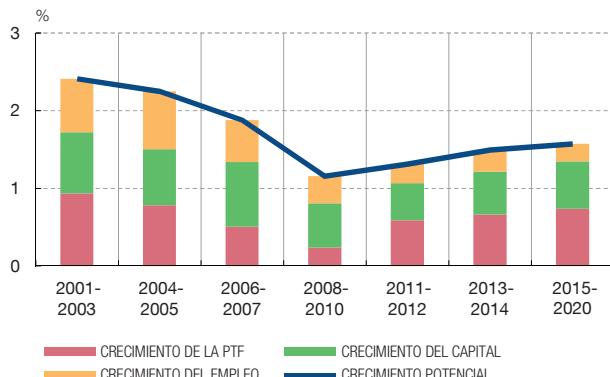
En este contexto, se ha generado un cierto debate sobre cuáles son los factores subyacentes al bajo crecimiento, a su persistencia y a las implicaciones para las respuestas de política económica. Más allá de los efectos derivados de las propias crisis financieras, que según diversos estudios tienden a producir pérdidas en el nivel de PIB respecto a la tendencia previa, e incluso, en algunos casos, menores tasas de crecimiento del PIB [Reinhart y Rogoff (2009)], se han planteado varias hipótesis para tratar de explicar este fenómeno. De acuerdo con algunos estudios, la corrección de los desequilibrios acumulados antes de la crisis, consecuencia de un excesivo endeudamiento [Rogoff (2014)], sería la causante de ese bajo crecimiento. Esta interpretación es relativamente benigna, ya que el fenómeno sería transitorio, aunque duradero. Otros autores van más allá y consideran que los problemas de las economías son más profundos y requieren reformas estructurales para ser resueltos [Borio *et al.* (2015)].

Hay, sin embargo, otra corriente de opinión que apunta a la posibilidad de que las economías avanzadas se encuentren en una situación de estancamiento secular, en la que una persistente debilidad de la demanda agregada laстра el crecimiento económico de forma permanente. De acuerdo con esta hipótesis, apuntada por Larry Summers en una serie de

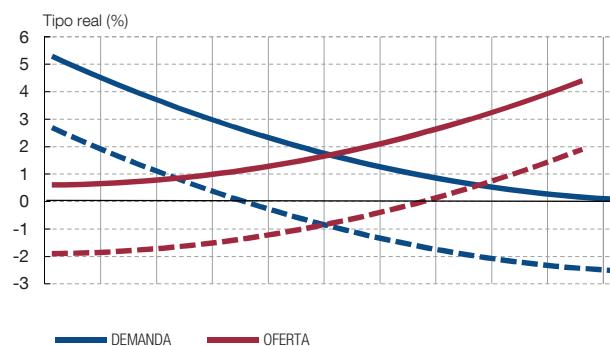
1 PIB: TENDENCIA 1997-2007 Y PREVISIÓN



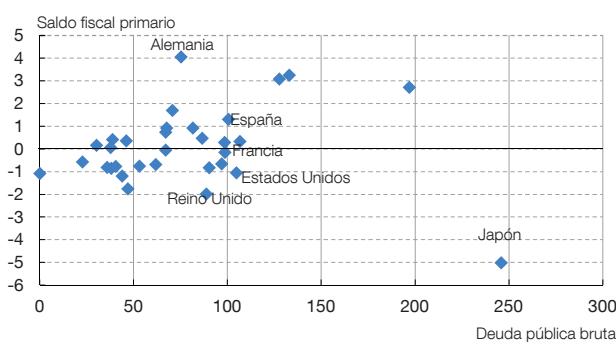
2 DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO POTENCIAL EN ECONOMÍAS AVANZADAS



3 TIPOS DE INTERÉS REALES Y CAMBIOS EN LA OFERTA Y LA DEMANDA DE FONDOS PRESTABLES



4 DEUDA PÚBLICA Y SALDOS FISCALES PRIMARIOS (% PIB)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

artículos desde finales de 2013 [Summers (2013)], en las dos últimas décadas se habría producido un descenso del tipo de interés real natural o de equilibrio compatible con el pleno empleo, que podría haber llegado a tasas negativas. Ese tipo de interés de equilibrio viene determinado por las curvas de ahorro e inversión planeadas a escala global, que se habrían desplazado en buena parte debido a factores estructurales. En concreto, el incremento del ahorro y de las reservas internacionales en las economías emergentes, y los efectos del progresivo envejecimiento de la población y de la mayor desigualdad en las desarrolladas, habrían elevado la preferencia por el ahorro a nivel global, incrementando, en particular, la demanda de activos seguros. Por su parte, el menor crecimiento demográfico, la ralentización de la productividad y el menor precio relativo de los bienes de capital habrían propiciado una caída tendencial de las tasas de inversión en las economías avanzadas en las últimas décadas. Estas tendencias se habrían intensificado recientemente como consecuencia de la crisis (por ejemplo, por una menor confianza y una mayor aversión al riesgo —ahorro por motivo precaución— o por los efectos del sobreendeudamiento público y privado).

En ese contexto, el límite cero de los tipos de interés nominales y las bajas tasas de inflación impedirían que los tipos de interés reales efectivos alcanzasen las tasas negativas que habría alcanzado el tipo de interés real de equilibrio. Las autoridades económicas tendrían dificultades crecientes para revitalizar la demanda agregada y restaurar el pleno empleo, pudiendo incluso generarse una espiral deflacionista de caídas de precios y salarios, y aumentos del tipo de interés real efectivo. Esto podría explicar la aparentemente

sorprendente ausencia de presiones inflacionistas en el período de recuperación posterior a la crisis. El ajuste a la baja del crecimiento potencial también sería un reflejo del mismo fenómeno, ya que la existencia de histéresis hace que, cuanto más tiempo se mantengan ociosos los recursos, menor sea su capacidad productiva futura [Blanchard *et al.* (2015)]. Además, según esta teoría, los intentos de estimular la demanda agregada con tipos de interés nominales cada vez más bajos durante más tiempo —o mediante otras medidas no convencionales— tendrían el efecto colateral de incrementar los riesgos para la estabilidad financiera, como sucedió en los años anteriores a la crisis global, en los que las economías avanzadas crecieron a ritmos elevados sin generar inflación, pero a costa de una expansión insostenible del ciclo financiero.

Algunos de los riesgos asociados a la persistencia de tipos de interés muy bajos durante mucho tiempo ya están comenzando a manifestarse. Por ejemplo, los bancos están mostrando bajos niveles de rentabilidad, que, en parte, son resultado del impacto desfavorable que estos niveles de tipos de interés tienen en el margen neto de intereses, un componente fundamental de su cuenta de resultados. A un plazo más largo, el sector de seguros también puede verse afectado por esta situación, ya que muchas entidades del sector van a encontrar dificultades para satisfacer las rentabilidades a las que se han comprometido con sus clientes. Otro tipo de efectos, como el que se produce a través del canal de toma de riesgos, según el cual cuanto más bajos son los tipos de interés y más se prolonga esta situación en el tiempo mayor es el riesgo que asumen los prestamistas [Jiménez *et al.* (2014)], no parece haberse manifestado todavía, ya que, en paralelo, se está exigiendo más capital a las entidades financieras. En cambio, el fenómeno de búsqueda de rentabilidad sí se estaría reflejando en las cotizaciones de algunos activos de mayor riesgo, favoreciendo sus emisiones. Este tipo de riesgos puede mitigarse mediante la activación de herramientas macroprudenciales.

Las implicaciones de política económica derivadas de cada una de estas hipótesis son contrapuestas. Por ejemplo, Bernanke considera que las reformas estructurales que se están acometiendo en China y el cambio de ciclo de los precios de las materias primas harán que la tasa de ahorro de los emergentes se reduzca en buena medida, resolviendo de esta forma parte del problema. Otros autores, en cambio, piensan que es necesario ser más activista. Así, si los problemas de las economías avanzadas fuesen de origen estructural, no habría razones para el uso de políticas expansivas de demanda, que no pueden resolver esos problemas (más bien tendrían efectos adversos), sino que el énfasis debería ponerse en corregir los desequilibrios ocasionados por el excesivo endeudamiento previo y aplicar reformas estructurales que faciliten el ajuste de las economías e impulsen el crecimiento potencial. Por el contrario, en caso de que existiese realmente un estancamiento secular o que los efectos histéresis pudieran ser importantes, habría que priorizar el impulso de la demanda agregada mediante políticas de estímulo monetarias y fiscales. Algunos autores [Summers (2013) y Caballero y Farhi (2014)] defienden ambiciosos programas de inversión pública que mejoren la dotación de infraestructuras de los países (el FMI y el G-20 también han apoyado este tipo de medidas). La evidencia empírica muestra que esta es una de las partidas presupuestarias que tienen mayor multiplicador de la actividad; además, su impacto podría ser mayor en un entorno de bajos tipos de interés y si estas políticas se abordaran de forma coordinada entre países. La mayor inversión pública aumenta también la capacidad productiva futura [Jimeno *et al.* (2014)], compensando, al menos en parte, los problemas de histéresis, y, si es llevada a cabo por países con capacidad de emisión de deuda segura, aumentará la oferta de este tipo de activos, para los que existe una demanda elevada. No obstante, los elevados niveles de deuda pública de algunas de estas economías restringen su capacidad de poner en marcha este tipo de actuaciones.

Por otra parte, cabe recordar que en muchos países existe margen para mejorar la eficiencia productiva y la asignación de recursos de la economía, elevar la dotación y la calidad de los factores productivos, y reducir el ahorro precautorio. Esto requeriría la implementación de reformas estructurales, que, obviamente, son específicas de cada país. Un aspecto que hay que considerar de tales reformas es el riesgo de que, en el actual contexto, tengan efectos indeseados en el corto plazo. La mayor parte de ellas reduce el nivel de precios, lo cual puede acentuar la tendencia a la baja de las expectativas de inflación, en un contexto que ya es de baja inflación. Además, una parte de los efectos favorables sobre la demanda en el corto plazo se derivan de las expectativas de mayor crecimiento futuro que los agentes anticipan; para que esta demanda se verifique es preciso que los agentes puedan endeudarse o estén dispuestos a reducir su ahorro, lo cual puede ser complicado en un contexto de elevado apalancamiento como el actual. Por ello, la opción que parece gozar de mayores oportunidades de éxito es la de combinar las reformas estructurales con medidas de estímulo de demanda, tanto fiscales —donde exista margen— como monetarias, que contrarresten los posibles efectos adversos en el corto plazo y maximicen el valor actual descontado del efecto futuro de las reformas [Arce *et al.* (2015)].

Como se ha comentado anteriormente, las previsiones de crecimiento a medio plazo de las economías emergentes se han revisado a la baja en mayor medida que las de las avanzadas [FMI (2015a)], lo que supone un freno en el proceso de convergencia en el nivel de renta per cápita entre países. Este apartado analiza los hechos estilizados que caracterizan el proceso de convergencia actual entre economías emergentes y avanzadas y, posteriormente, utiliza el marco de la contabilidad del crecimiento para determinar los factores que explican su ralentización.

La evidencia empírica muestra que los países con menores niveles iniciales de renta per cápita crecen por lo general más rápidamente que los que parten de situaciones mejores, cuando se analizan períodos de tiempo suficientemente prolongados. Esta relación inversa entre punto de partida y ritmo de avance es lo que se denomina beta-convergencia. A tenor de los datos disponibles para 140 países avanzados y emergentes en el período 1980-2013 (véase gráfico 9), se aprecia que, efectivamente, se ha producido una cierta convergencia, aunque a una velocidad baja (en media, una tasa de convergencia anual en torno al 0,4%)¹. Además, los datos muestran que existe una cierta heterogeneidad en la velocidad de convergencia entre regiones; en particular, entre los países asiáticos y de América Latina. Los resultados de la estimación² muestran que la crisis asiática de finales de los años noventa truncó su senda de convergencia durante aproximadamente una década, para retornar a velocidades de convergencia históricamente altas coincidiendo con la crisis financiera internacional³; posteriormente se ha producido una ralentización gradual, que se prevé continúe en los próximos años. Por su parte, en el caso de América Latina, tradicionalmente se ha considerado que los países de la región han registrado una escasa convergencia, al estar sujetos a parones y colapsos en el crecimiento [Durlauf *et al.* (2005)]; esto es lo que efectivamente se obtiene hasta finales del pasado milenio. No obstante, con la llegada del ciclo favorable de precios de las materias primas, alrededor de 2003, la región ha experimentado un proceso de convergencia más rápida, que, sin embargo, es susceptible de revertir en los próximos años, en un escenario externo menos favorable.

1 Un coeficiente de beta-convergencia de 0,12 como el que aparece en este gráfico supone un ritmo de convergencia anual $\lambda = -\ln(1 + 0,12) / 33 = 0,4\%$ del PIB per cápita, siendo 33 el número de años considerados en la estimación.

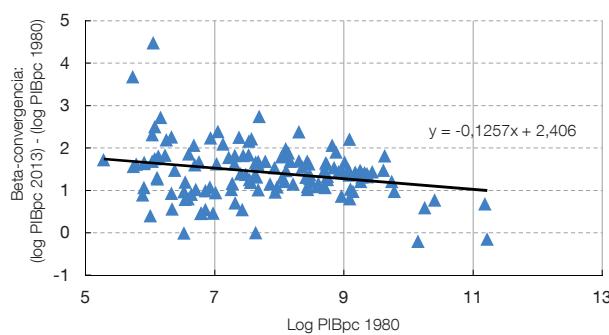
2 En el gráfico 9.2 se reportan los coeficientes (en valor absoluto) asociados a la velocidad de convergencia de una regresión en la que la variable del lado izquierdo es el crecimiento del PIB per cápita durante siete años y la del lado derecho el PIB per cápita inicial en el año inicial de ese período, distinguiendo Asia emergente de Latinoamérica. Esta ventana de siete años se va desplazando para poder captar las variaciones en el tiempo del coeficiente, e incluye previsiones del FMI para poder analizar el período más reciente.

3 El máximo ritmo de convergencia de los países asiáticos se dio entre 2007 y 2008, al aumentar a un 2,1% anual.

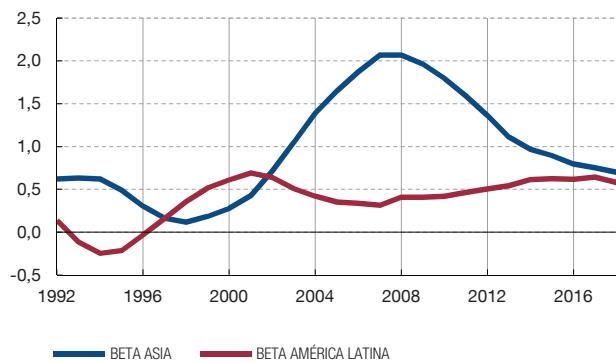
CONVERGENCIA REAL DE LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

GRÁFICO 9

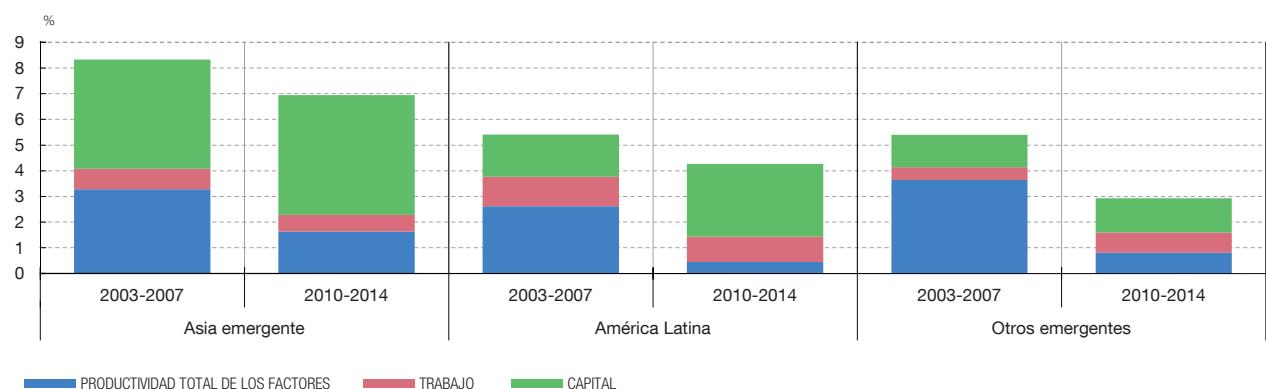
1 VELOCIDAD DE CONVERGENCIA GLOBAL



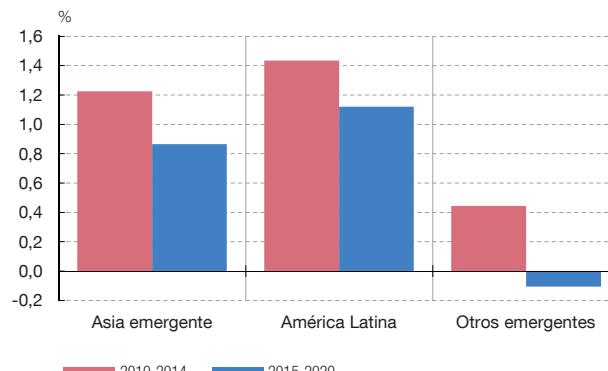
2 VELOCIDAD DE CONVERGENCIA. DIFERENCIAL POR ÁREAS Y PERÍODOS



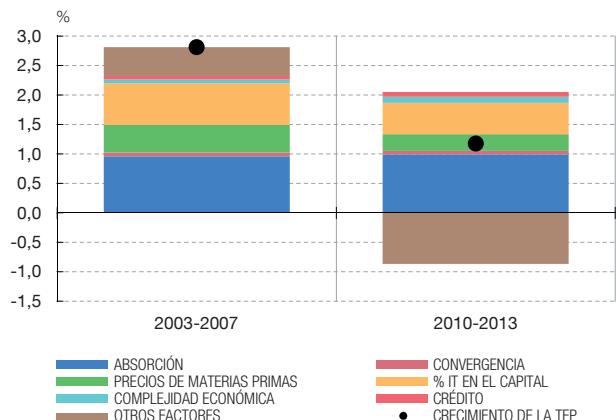
3 DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO EN PAÍSES EMERGENTES: 2003-2007 Y 2010-2014 (a)



4 CRECIMIENTO DE LA POBLACIÓN EN EDAD DE TRABAJAR (a)



5 DETERMINANTES DE LA PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES (b)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional (*World Economic Outlook*), cálculos propios y Banco Mundial.

- a Asia emergente incluye China, India e Indonesia. América Latina incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Otros emergentes incluye Hungría, Polonia, Rusia, Sudáfrica y Turquía.
- b Otros factores incluye el retardo de la PTF, efectos de tiempo y el residuo de la regresión. Convergencia se refiere a la distancia frente a la frontera; Absorción, a la distancia frente a la frontera multiplicada por el capital humano; Complejidad económica se refiere al índice de complejidad económica de Hausman e Hidalgo [véase Hidalgo y Hausmann (2009)].

Para estudiar los factores que pueden influir en la reciente ralentización de la convergencia de los países emergentes, se analiza la evolución del crecimiento en un conjunto amplio de años en un marco de contabilidad del crecimiento, en el que se aproxima la aportación de los diferentes factores de producción —trabajo y capital— y de la productividad total de los factores usando una función de producción sencilla, con rendimientos constantes a escala. En concreto, el factor trabajo se mide como las horas totales trabajadas; el factor capital, mediante el stock de capital, y la PTF se calcula de forma residual. En el gráfico 9.3 se presenta esta desagregación del crecimiento para los períodos inmediatamente anterior y posterior a la crisis financiera global en los principales países emergentes. El factor trabajo ha experimentado una evolución desfavorable en la mayoría de ellos tras la crisis, mientras que el capital ha aumentado su contribución en el período de estudio, como resultado del aumento de la tasa de inversión en la salida de la crisis financiera global. La mayor parte de la desaceleración se explica, por lo tanto, por el menor ritmo de expansión de la PTF, un fenómeno generalizado en todas las economías emergentes analizadas.

La velocidad de convergencia de los próximos años dependerá del crecimiento a medio plazo que consigan alcanzar estas economías y, esto, a su vez, vendrá determinado por la evolución de los factores de producción y de los determinantes de la PTF. En el caso del factor trabajo, las economías emergentes se encuentran inmersas en un proceso de transición demográfica por el que el crecimiento de la población en edad de trabajar se verá reducido, según las proyecciones disponibles, y en algunos casos, como en China, se tornará negativo⁴. Además, muchas economías emergentes ya registran tasas de desempleo bajas en perspectiva histórica. Sin embargo, existen otros factores determinantes de la evolución de este factor productivo que podrían contribuir de forma positiva. Por ejemplo, la tasa de actividad, especialmente la femenina, continúa en un nivel muy alejado del de las economías desarrolladas, aunque hay excepciones (China o Perú). Por otro lado, la reducción de la elevada informalidad del mercado de trabajo, especialmente en América Latina, puede significar una reducción de los episodios de inactividad. En este sentido, la mejora de las instituciones laborales, un sistema impositivo y de gasto público que proporcione mejores incentivos, la reducción de las trabas burocráticas y, sobre todo, la mejora del nivel educativo de la población resultan clave para permitir una mayor formalización del trabajo y una mayor participación laboral.

En cuanto al stock de capital, la tasa de inversión de las economías emergentes aumentó hasta niveles históricamente altos tras la crisis financiera, una tendencia que, según algunos estudios, revertirá en los próximos años, como consecuencia de la caída del precio de las materias primas, de la reducción de los flujos de capitales y del proceso de reequilibrio de la economía en China [FMI (2015a)]. Sin embargo, la mayor parte de los países emergentes presenta una intensidad del capital —medida como el nivel de capital por hora de trabajo— muy inferior a la de los países avanzados, y, por tanto, existe un amplio margen de aumento. Para cubrirlo, resulta de especial importancia el desarrollo de un sistema financiero local que permita suavizar las restricciones a la financiación de proyectos y expandir el acceso al crédito [Magud y Sosa (2015)], a la vez que se atrae inversión extranjera, para lo cual resulta clave la mejora institucional en diversos ámbitos [Alonso Álvarez (2015)]. El desarrollo de las infraestructuras públicas, para las que también se detecta una infradotación, resulta a su vez altamente recomendable.

4 La reciente decisión de abandonar la política del hijo único podría alterar estas proyecciones.

Por último, el crecimiento de la productividad está relacionado con una serie de determinantes permanentes y transitorios ampliamente revisados en la literatura económica. Por una parte, el aumento de la productividad puede provenir de la innovación propia o de la absorción de tecnologías existentes en el exterior, en particular, de lo que se ha denominado como frontera tecnológica mundial [Acemoglu *et al.* (2006)]. La velocidad a la que los países absorben las tecnologías y las formas de organización que se han probado exitosas en el exterior, y, por tanto, convergen a dicha frontera, depende de su capacidad de asimilación, y, más concretamente, de la dotación de capital humano de la economía. Este desarrollo, además, será más rápido en un entorno con mayor acceso al crédito.

En las economías exportadoras de materias primas, algunos estudios han identificado una correlación positiva entre los precios de las exportaciones de estos productos y el crecimiento de la PTF [FMI (2015a)]. Un precio más alto de las materias primas puede suponer un mejor acceso a la financiación, que sustente inversiones en innovación o en capital humano. Además, el efecto sobre la productividad del resto de los sectores de la economía sería positivo si los mayores ingresos impulsaran la demanda en sectores complementarios, repercutiendo en un mayor uso de los factores de producción. Por último, si el sector de materias primas utiliza un factor productivo que no se tiene en cuenta en el cálculo de la PTF (los recursos naturales), una reasignación de recursos hacia este sector podría suponer un aumento (aparente) de dicha PTF. La mayor velocidad de convergencia de los exportadores de materias primas en el reciente ciclo alcista de los precios sugiere un efecto positivo. Sin embargo, hay que tener presente que los ciclos de precios de materias primas, aunque muy persistentes, tienden a revertir [Erten y Ocampo (2013)] y que la concentración de recursos en sectores productivos cuya rentabilidad desaparece cuando los precios son bajos es una importante vulnerabilidad.

Para analizar la importancia relativa de estos factores, se ha aplicado un modelo económico con información de una muestra amplia de países, que permite descomponer el crecimiento de la PTF [Kataryniuk y Martínez-Martín (2016)]. Como se puede observar, las variables que mejor explican el crecimiento de la PTF en los países emergentes son la absorción, definida como la interacción entre la distancia de la PTF de un país con respecto a los países líderes y su capital humano [Benhabib y Spiegel (1994)], y la incorporación de nuevas tecnologías en el capital. Por su parte, el crecimiento de los precios de las materias primas llega a explicar cerca de medio punto del crecimiento observado en la PTF de los países emergentes analizados en la época pre-crisis, si bien ese efecto se invertirá en los próximos años.

En definitiva, tras la ralentización del crecimiento a medio plazo de los países emergentes hay factores estructurales, pero existe un margen amplio para revertir ese proceso. Algunos de esos factores se han señalado aquí, pero hay otros sobre los que también se puede actuar para mejorar la eficiencia en la asignación de los recursos, como el aumento de la competencia en los mercados de bienes y servicios, o la reducción de rigideces en los mercados laborales [Aghion *et al.* (2009)].

EL REEQUILIBRIO DE LA ECONOMÍA CHINA Y SUS IMPLICACIONES PARA LA ECONOMÍA MUNDIAL

El fuerte crecimiento de China entre 2000 y 2011, por encima del 10 % anual en promedio, se sustentaba en un modelo basado en la inversión dirigida y en las exportaciones. Durante la crisis financiera global ese patrón mostró sus debilidades, al ser muy sensible a las perturbaciones externas, que China pudo contrarrestar con un importante impulso fiscal con cargo a los recursos financieros acumulados. Posteriormente, dio síntomas de agotamiento, al hacerse muy dependiente del crédito, en un contexto de laxitud de las condiciones de financiación y de los estímulos fiscales, y al reducirse sustancialmente la rentabilidad de la inversión. Como resultado, se generaron importantes desequilibrios internos, en términos de un elevado endeudamiento empresarial, y emergieron importantes riesgos en

el mercado inmobiliario, en el ámbito fiscal y en el sector financiero, que conviven con una abultada tasa de ahorro. Por todo ello, las autoridades decidieron iniciar un proceso de reequilibrio económico, con el objetivo de conseguir un crecimiento más sostenible mediante el fomento del consumo privado frente a la inversión, de la demanda interna frente a la externa y de los servicios frente a la industria. La gestión de esta transformación requiere la implementación de un importante programa de reformas que den mayor protagonismo al sector privado en la toma de decisiones.

Las reformas, que se impulsaron tras el cambio de Gobierno en 2013, abarcan múltiples ámbitos y, entre las ya implementadas, destaca el abandono de la política del hijo único, en 2015, que permitirá aliviar la presión demográfica que ya había comenzado a reducir la fuerza laboral. Otras reformas necesarias para este proceso tienen todavía un importante recorrido pendiente, como las relativas al ámbito fiscal —incluidas las relaciones entre el Gobierno central y los Gobiernos locales, y las medidas de protección social en materia de sanidad y pensiones—, al proceso de urbanización, a la gestión del sector público empresarial, al impulso a la innovación tecnológica y a la protección del medioambiente.

En el último año, la reforma financiera es la que ha registrado un mayor avance (en el recuadro 3 se detallan las medidas adoptadas en este ámbito). Esta transformación es fundamental para el proceso de reequilibrio económico, dado que aliviará la represión financiera que sufren hogares y pequeñas empresas, reduciendo su tasa de ahorro e impulsando la inversión. La integración internacional del sistema financiero chino también ha avanzado de forma notoria, si bien no ha estado exenta de dificultades, reflejadas en algunos episodios de fuertes tensiones en los mercados financieros. Todo ello evidencia la complejidad de gestionar la interacción de la política monetaria, la política cambiaria y la apertura de la cuenta de capital.

El reequilibrio de la economía de China está dando lugar a una desaceleración gradual de la actividad que, en el escenario central, se anticipa que continuará a ritmos similares al actual en un horizonte de medio plazo. Este proceso tiene repercusiones a escala internacional dadas las interrelaciones cada vez más intensas de China con el resto del mundo. La desaceleración de la actividad en China se transmite al resto del mundo a través de varios canales directos, entre los que destacan el comercio internacional y el precio de las materias primas, dado su papel predominante en la demanda de muchos de estos productos. Un tercer canal directo, el financiero, es de menor importancia, dada la todavía limitada y reciente apertura de la cuenta de capitales. Sin embargo, se pueden activar canales indirectos de transmisión (en especial, si la desaceleración de China fuera inesperada, abrupta y persistente), como el contagio a través de una mayor aversión al riesgo en los mercados bursátiles y de renta fija internacionales o el deterioro de la confianza.

Para valorar el impacto del reequilibrio de China sobre el resto del mundo se han realizado varias simulaciones con un modelo global, que incorpora las interdependencias comerciales y financieras entre economías y la reacción global de precios y actividad⁵. El ejercicio consiste en introducir en el modelo una serie de perturbaciones asociadas a los canales de transmisión mencionados, que inciden simultáneamente a partir de 2016. Este escenario está constituido por: i) una caída de 1 punto porcentual (pp) del crecimiento potencial

⁵ Como supuestos técnicos del modelo, se han considerado expectativas adaptativas y estabilidad de los tipos de cambio nominales. La política monetaria sigue en la mayoría de los países una regla de Taylor y la política fiscal actúa como estabilizador automático, aunque mantiene un objetivo de saldo presupuestario a medio plazo.

de China (revisión por el FMI del crecimiento a medio plazo previsto en China entre 2013 y 2015); ii) una reducción del 12 % de los precios del petróleo asociada a ese punto porcentual de ralentización del crecimiento de China, según lo estimado por el Banco Mundial [Banco Mundial (2016)]; iii) una corrección del 15 % de la bolsa de China para converger a ratios P/E (ratio precio-beneficios) históricas y una correlación con las bolsas mundiales en línea con la media observada desde 2010, y iv) una subida de 60 pb de los tipos de interés a largo plazo en las economías emergentes, equivalente a la subida registrada por el EMBI en el período de turbulencias al inicio de 2016.

El escenario considerado daría lugar a una reducción modesta del crecimiento mundial, de 0,19 pp en promedio entre 2016 y 2017. La mayor parte del impacto viene dado por el canal comercial, seguido por el incremento de los tipos de interés y la caída de las bolsas (véase gráfico 10). El efecto expansivo de la bajada de los precios del petróleo limitaría el efecto recesivo de las otras perturbaciones, por lo que actuaría como un estabilizador automático, aunque, tal y como se pone de manifiesto en el recuadro 1, en las actuales circunstancias los efectos adversos de la bajada de precios del petróleo, no considerados en el modelo, podrían ser más relevantes. Este es el caso, especialmente, de las economías avanzadas, que solo ajustarían a la baja su crecimiento en 0,02 pp. De hecho, fundamentalmente por el petróleo, el escenario genera presiones a la baja sobre los precios de las economías avanzadas. Estas presiones podrían ser mayores si el modelo tuviera en cuenta la posibilidad de que el tipo de cambio de la moneda china se debilitase en un contexto en que algunos de los sectores en reconversión presentan importantes excesos de capacidad. En cualquier caso, la contracción de la actividad sería más acusada en las economías emergentes y se situaría en 0,33 pp, afectando fundamentalmente a otras economías asiáticas, que tienen mayores interrelaciones con China. Nótese que la desaceleración de la actividad en China es muy gradual, ya que se requieren seis años para que el crecimiento se reduzca lo mismo que el potencial (1 pp).

Este ejercicio adolece de una importante limitación, ya que no tiene en cuenta el cambio en la estructura productiva, comercial y financiera que debería resultar del reequilibrio de la economía china. En el ámbito comercial, un aumento del peso del consumo en China a costa de un menor peso de la inversión, y de los servicios a costa de la industria, podría reducir su propensión importadora. Pero, además, como los países están especializados en la producción de distintos tipos de productos, podrían producirse efectos heterogéneos en los distintos países. Por ello, es necesario adoptar una perspectiva más desagregada del comercio. Este análisis desagregado permite detectar ciertos hechos estilizados.

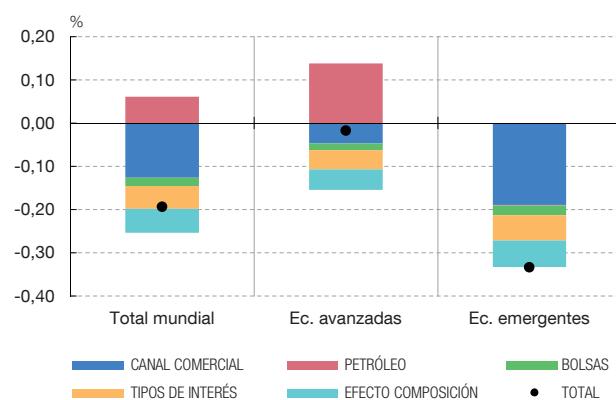
En primer lugar, existe una tendencia consolidada a la reducción del contenido de importaciones en las exportaciones chinas. China se está alejando de su posición como mero ensamblador de productos de bajo valor añadido dentro de las cadenas globales de producción y está reduciendo su dependencia de las importaciones de componentes y productos intermedios, que sustituye por *inputs* locales. En 2006, las importaciones de «procesamiento»⁶ representaban un 33 % del total de las exportaciones, mientras que en 2015 ascendían a solo el 19 %. Del mismo modo, la proporción de valor añadido nacional contenido en las exportaciones ha aumentado, del 63 % en 2000 al 68 % en 2011. Además, el aumento progresivo del peso de los servicios domésticos incorporados en las exportaciones chinas también contribuirá a reducir la propensión importadora de las exportaciones.

⁶ El comercio de procesamiento, según las aduanas chinas, engloba las importaciones de productos intermedios, y componentes exentas de aranceles destinadas a la reexportación, y las exportaciones correspondientes.

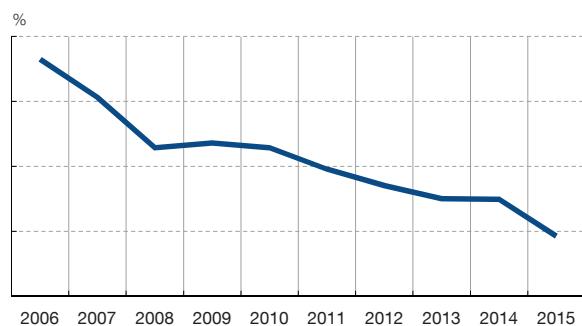
IMPACTO DEL REEQUILIBRIO DE CHINA EN LA ECONOMÍA MUNDIAL

GRÁFICO 10

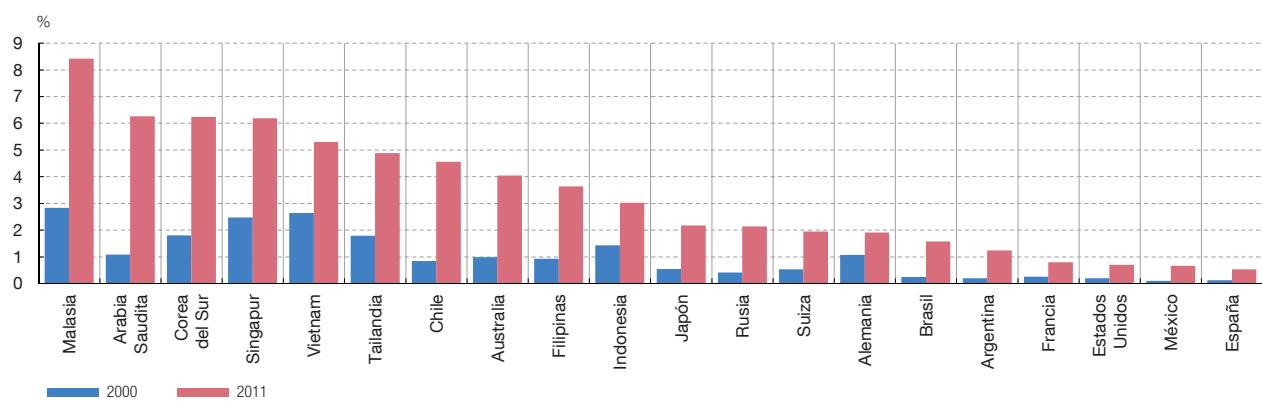
1 IMPACTO EN EL CRECIMIENTO DEL PIB REAL (%), PROMEDIO 2016-2017



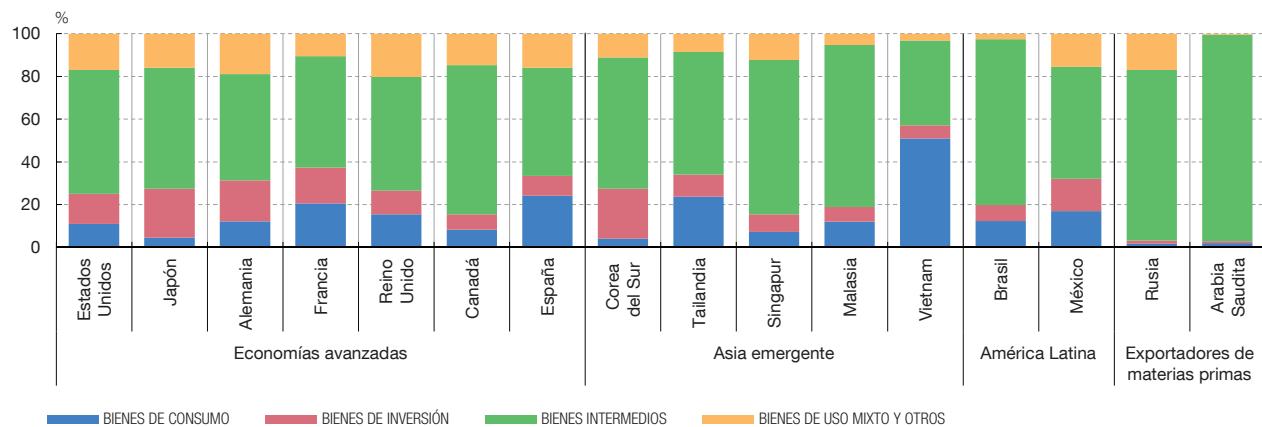
2 IMPORTACIONES DE PROCESAMIENTO SOBRE LAS EXPORTACIONES TOTALES



3 VALOR AÑADIDO INDUCIDO POR LA DEMANDA FINAL DE CHINA (a)



4 EXPORTACIONES POR CATEGORÍAS DE PRODUCTO



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Datastream, CEIC y OCDE.

a Porcentaje del valor añadido total (PIB) de cada país.

En segundo lugar, los cambios en la composición de la demanda interna china contribuyen asimismo a reducir la intensidad importadora. Según datos de 2011, un 10 % del consumo chino se satisface de forma directa o indirecta con importaciones, mientras que en el caso de la inversión este porcentaje se eleva hasta el 18 %. Por ello, el cambio hacia un mayor peso de la demanda de consumo incidirá de manera diferente en sus socios comerciales.

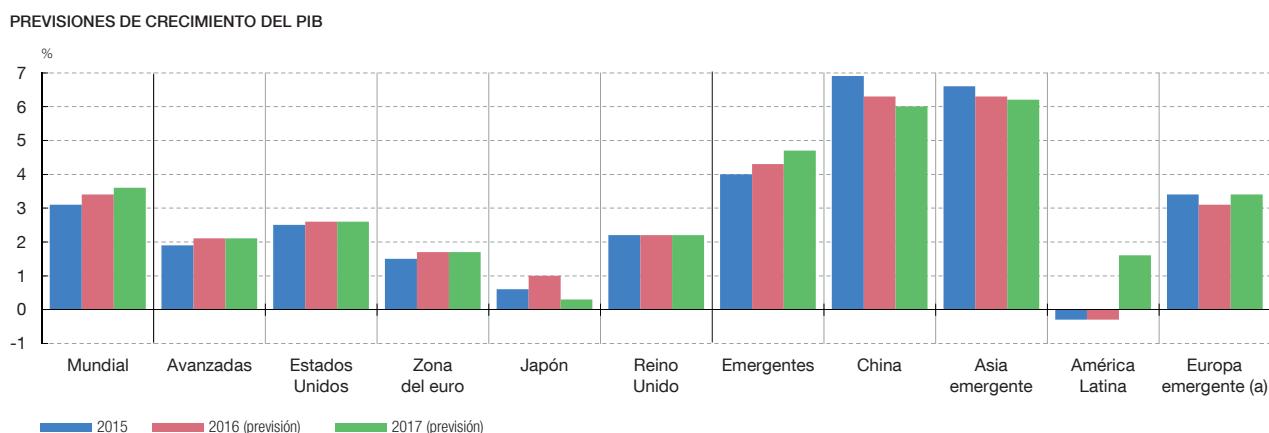
Sin duda, los países cuya producción depende más de la demanda china se verán especialmente perjudicados, pero dichos efectos variarán también dependiendo del tipo de productos que exporte cada país, viéndose favorecidos los sectores más ligados al consumo, tales como la agricultura, alimentos y bebidas, textiles y servicios, en comparación con la industria extractiva, los metales y minerales, la maquinaria y los bienes de equipo, más ligados a la inversión. Por regiones, las economías asiáticas se verán más penalizadas por el proceso de reequilibrio de China, tanto por su elevada exposición a esta economía (en términos de valor añadido) como, en algún caso, por ser los sectores con mayor peso exportador, los de bienes de inversión (Corea del Sur) o los de materias primas (Indonesia). Algunas economías de América Latina, como, por ejemplo, Chile, con una elevada exposición a China y con una notable concentración en la industria extractiva, y otros países exportadores de materias primas, como Arabia Saudita, Australia o Rusia, que se concentran también en la industria extractiva (88 % en el caso de Arabia Saudita), están también en este grupo. Por el contrario, los países de la UE, cuyas exportaciones a China tienen un componente elevado de bienes de consumo con mayor elasticidad-renta y de servicios, y Estados Unidos, con elevadas ventas de productos alimenticios y servicios, experimentarán un impacto menos desfavorable.

Las perspectivas para 2016

Como ha ocurrido en los últimos años, 2016 se ha iniciado con revisiones a la baja en las previsiones de crecimiento del PIB mundial, en un contexto de elevada incertidumbre, orientación a la baja del balance de riesgos e importantes turbulencias en los mercados financieros. Diversos factores —como la prolongada desaceleración de algunas de las principales economías emergentes, la persistencia de tasas de inflación muy reducidas en las economías avanzadas, la persistente debilidad del comercio mundial o la baja rentabilidad de las entidades bancarias— configuran un panorama complejo para la economía global, en el que las políticas económicas deben desempeñar un papel activo para dar sostenibilidad al crecimiento y restaurar la confianza de los agentes.

El escenario central para 2016 contempla un crecimiento de la economía mundial ligeramente superior al registrado en 2015 (3,1 %), con pequeñas mejoras en las economías desarrolladas y en las emergentes, cuyo crecimiento estaría en el entorno del 2 % y del 4 %, respectivamente (véase gráfico 11). La tímida recuperación de la actividad en las economías avanzadas descansará principalmente en la resistencia del consumo privado, favorecida por la mejora de los mercados laborales y la prolongación del escenario de bajos precios del petróleo. De forma más general, el tono acomodaticio de las políticas monetarias —incluso en el caso de Estados Unidos, cuyo ciclo de subidas de tipos oficiales será muy gradual— proporcionará un sostén a estas economías. Por el contrario, la contribución de la demanda externa continuará siendo débil como consecuencia de la atonía de algunos mercados emergentes y, en algún caso, de la fortaleza de las monedas en términos efectivos nominales. El impulso fiscal será ligeramente contractivo, excepto en Estados Unidos, según la información disponible, mientras que se espera que los países sigan implementando los compromisos adquiridos en el ámbito de las reformas estructurales, en el marco del G-20.

Tras cinco años consecutivos de descenso, este año se espera que las economías emergentes, en conjunto, registren un ligero aumento del ritmo de crecimiento del PIB, si bien con notables diferencias entre regiones. En China, se contempla como escenario más probable el de la continuación de la desaceleración gradual asociada a su transición hacia su nuevo modelo de crecimiento. En el resto de las regiones emergentes, el dinamismo de la actividad se verá condicionado por la distinta exposición de cada economía a tres factores: la desaceleración de China, los bajos precios del petróleo y la elevación de los



FUENTE: Fondo Monetario Internacional (avance del *World Economic Outlook* de enero de 2016).

a Agregado de Albania, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Croacia, Hungría, Kosovo, FYR Macedonia, Montenegro, Polonia, Rumanía, Serbia y Turquía.

costes internacionales de financiación. El margen para las políticas monetarias apenas existe en los países latinoamericanos, mientras que el impulso fiscal podría ser neutral, aunque las presiones sobre la deuda pública puedan aumentar.

El escenario central para la inflación anticipa su mantenimiento en niveles muy contenidos, de manera general. Las presiones a la baja procedentes de los mercados de materias primas y de la debilidad de los precios de producción, asociada a los excesos de capacidad de algunas economías emergentes, continuarán compensando el efecto de la incipiente aceleración de los salarios derivada de las mejoras de los mercados laborales en las principales economías avanzadas. La excepción a este patrón general seguirán siendo algunas economías emergentes que han registrado importantes depreciaciones cambia- rias y cuyas tasas de inflación podrían permanecer por encima de los objetivos de sus bancos centrales.

En los últimos meses, el balance de riesgos sobre el crecimiento global —mayoritariamente originados en las economías emergentes— ha basculado algo más a la baja. En primer lugar, el riesgo de una desaceleración más severa de la economía china se ha acentuado al hilo de las tensiones de sus mercados financieros, que parecen reflejar la creciente dificultad de las autoridades económicas para gestionar el proceso de liberalización exterior en un contexto de desaceleración de la economía. De materializarse este riesgo, podría generar efectos *spillover* muy relevantes, principalmente sobre el resto de las economías emergentes. En segundo lugar, posibles caídas adicionales del precio del petróleo (o, en menor medida, su permanencia en los bajos niveles actuales) suponen riesgos en ambos sentidos. Al alza, en la medida en que el impacto sobre el consumo de los países importadores acabe siendo mayor que el observado hasta la fecha y, a la baja, si estos desarrollos agravasen todavía más las frágiles posiciones —fiscales y externas— de los países exportadores y —financieras— de las empresas productoras. En tercer lugar, en la situación actual hay múltiples factores que podrían generar un aumento de la aversión al riesgo y un tensionamiento de las condiciones financieras globales, que afectaran especialmente a las economías emergentes, más sensibles al deterioro de la confianza de los inversores. Finalmente, los riesgos de naturaleza geopolítica continúan siendo relevantes, situándose el foco principal en la situación de inestabilidad de Oriente Medio, como consecuencia de la extensión del terrorismo.

Entre los riesgos específicos para las economías avanzadas, la persistencia de la inflación en niveles muy reducidos —e, incluso negativos, en algunos períodos—, en parte como resultado de la prolongada caída del precio del petróleo, amplía los riesgos de desanclaje de las expectativas de inflación. En este contexto, resulta imprescindible que se produzca una mayor coordinación entre países que aleje escenarios de competencia de políticas. A más largo plazo, la prolongada debilidad de la demanda en el área del euro y en Japón —a pesar del tono crecientemente expansivo de sus políticas monetarias— y los escasos avances en la corrección de algunos desequilibrios —principalmente, los altos niveles de deuda pública y privada— pueden favorecer, mediante efectos histéresis, la reducción del crecimiento potencial y, por tanto, la materialización de un escenario de bajo crecimiento. Asimismo, algunos elementos de los estímulos monetarios extraordinarios, en particular la extensión de los tipos de interés negativos en muchas economías, adentra a la economía en un terreno inexplorado, acentuando riesgos a los que ya venían enfrentándose las economías avanzadas: en concreto, la presión sobre la rentabilidad de los bancos, elementos esenciales de la transmisión de las políticas monetarias en muchas economías.

En el ámbito de los mercados financieros internacionales, la evolución durante 2015 y los primeros meses del año en curso ha puesto de manifiesto que persisten importantes retos. Por un lado, las entidades bancarias afrontan la implementación de una regulación que, aunque ha reforzado su solvencia y su resistencia ante distintas perturbaciones, ha afectado a sus tasas de rentabilidad. Esta situación, unida al entorno de bajos tipos de interés durante un período prolongado, hace que el sector se enfrente al desafío de reorientar y adaptar eficientemente su estrategia de negocio al nuevo marco. Por otro lado, el deterioro de la liquidez en algunos mercados como los de renta fija puede incrementar la volatilidad de los mercados financieros y exacerbar su respuesta ante perturbaciones con consecuencias para la estabilidad financiera.

En definitiva, la economía mundial continúa transitando por una senda de crecimiento modesto, sin que de momento se vislumbre un punto de inflexión en esta trayectoria. Por un lado, las economías avanzadas siguen ancladas en una situación de crecimiento e inflación bajos, a pesar del prolongado período de estímulos monetarios extraordinarios. Por otro lado, la persistente desaceleración de las economías emergentes puede ser el resultado de un escenario particularmente adverso, pero también puede estar reflejando la existencia de límites a la convergencia con las economías desarrolladas. En este contexto, y donde exista margen para ello, las políticas macroeconómicas deben contribuir a sostener el crecimiento, y debe intensificarse la puesta en marcha de reformas estructurales (específicas para cada país) que favorezcan la consecución de ritmos de crecimiento más elevados y sostenibles.

16.3.2016.

BIBLIOGRAFÍA

- ACEMOGLU, D., F. ZILIBOTTI y P. AGHION (2006). «Distance to frontier, selection and economic growth», *Journal of the European Economic Association*, vol. 4, n.º 1, marzo, pp. 37-74.
- AGHION, P., P. ASKENAZY, R. BOURLES, G. CETTE y N. DROMEL (2009). «Education, market rigidities and growth», *Economics Letters*, 102 (1), pp. 62-65.
- ALONSO ÁLVAREZ, I. (2015). *Institutional Drivers of Capital Flows*, Documentos de Trabajo, n.º 1531, Banco de España.
- AMIHUD, Y. (2002). «Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects», *Journal of Financial Markets*, 5, pp. 31-56.
- ARCE, Ó., S. HURTADO y C. THOMAS (2015). *Policy Spillovers and Synergies in a Monetary Union*, mimeo.
- BANCO MUNDIAL (2016). *Who Catches a Cold When Emerging Markets Sneeze?*, Banco Mundial.
- BENHABIB, J., y M. M. SPIEGEL (1994). «The role of human capital in economic development evidence from aggregate cross-country data», *Journal of Monetary Economics*, 34 (2), pp. 143-173.

- BERGANZA, J. C., P. BURRIEL, M. FOLCH, M. ROMERO y T. SASTRE (2015). «La debilidad de la inversión en las economías desarrolladas», *Boletín Económico*, julio, Banco de España, pp. 57-70.
- BLANCHARD, O., E. CERRUTTI y L. H. SUMMERS (2015). *Inflation and Activity: Two Explorations and Their Monetary Policy Implications*, Working Paper Series WP 15-19, Peterson Institute for International Economics.
- BORIO, C., E. KHARROUBI, C. UPPER y F. ZAMPOLLI (2015). *Labour reallocation and productivity dynamics: financial causes, real consequences*, BIS Working Papers, n.º 534, diciembre.
- BROTO, C., y M. LAMAS (2016). «Measuring market liquidity in US fixed income markets: A new synthetic indicator», *The Spanish Review of Financial Economics*.
- CABALLERO, R. J., y E. FARHI (2014). *The Safety Trap*, NBER Working Papers 19927, National Bureau of Economic Research, Inc.
- DURLAUF, S. N., P. A. JOHNSON y J. R. TEMPLE (2005). «Growth econometrics», *Handbook of Economic Growth*, 1, pp. 555-677.
- ERTEN, B., y J. A. OCAMPO (2013). «Super cycles of commodity prices since the mid-nineteenth century», *World Development*, 44, pp. 14-30.
- FMI (2015a). *World Economic Outlook*, varios números.
- (2015b). *Global Financial Stability Report*, varios números.
- HIDALGO, C. A., y R. HAUSMANN (2009). «The building blocks of economic complexity», *PNAS*, 106(26), pp. 10570-10575.
- HOLLÓ, D., M. KREMER y M. LO DUCA (2012). *CISS, a composite indicator of systemic stress in the financial system*, ECB Working Paper, 1426.
- JIMÉNEZ, G., S. ONGENA, J. L. PEYDRÓ y J. SAURINA (2014). «Hazardous Times for Monetary Policy: What Do Twenty-Three Million Bank Loans Say About the Effects of Monetary Policy on Credit Risk-Taking?», *Econometrica*, Econometric Society, vol. 82 (2), pp. 463-505.
- JIMENO, J. F., F. SMETS y J. YIANGOU (2014). «Secular stagnation: A view from the Eurozone», en C. Teulings y R. Baldwin (eds.), *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, Vox.eu book, CEPR Press.
- KATARYNIUK, I., y J. MARTÍNEZ-MARTÍN (2016). *Determinants of TFP growth in emerging economies*, mimeo.
- MAGUD, N., y S. SOSA (2015). *Investment in Emerging Markets: We are not in Kansas anymore... Or are we?*, IMF Working Paper 15/77, abril, Washington.
- OBSTFELD, M. (2015). «Trilemmas and Tradeoffs: Living with Financial Globalization», Central Banking, Analysis, and Economic Policies Book Series, en C. Raddatz, Diego Saravia y Jaume Ventura (eds.), *Global Liquidity, Spillovers to Emerging Markets and Policy Responses*, edición 1, vol. 20, capítulo 2, Central Bank of Chile, pp. 013-078.
- OFI (2015). *Financial Stability Report*, diciembre.
- REINHART, C., y K. ROGOFF (2009). *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, NJ, Princeton University Press.
- ROGOFF, K. (2014). «Secular Stagnation, Debt Overhang and Other Rationales for Sluggish Growth, Six Years On», documento presentado en la 13.^a Conferencia Anual del BIS, Lucerna, 27 de junio.
- SUMMERS, L. (2013). «IMF Economic Forum: Policy Responses to Crises», 14.^a Conferencia de Investigación Annual del FMI en honor de Stanley Fisher, 8 de noviembre.

A principios del año 2016 el precio del barril de petróleo tipo *Brent* descendió por debajo de los 28 dólares, con lo que acumula un descenso de cerca del 70 % en los últimos 18 meses. En principio, una reducción del precio del petróleo que sea consecuencia, al menos en parte, de desplazamientos de la curva de oferta de crudo debería afectar positivamente a la actividad global en el mediano plazo, al representar una disminución de un coste de producción relevante para muchas ramas productivas. En términos de renta, los países exportadores de crudo pierden parte de sus ingresos con esta bajada, que ganan los importadores, pero la reducción de costes beneficia a todos los agentes. Sin embargo, estos efectos no parecen estar materializando en la magnitud esperada ni en el PIB mundial ni en el de los países importadores. Además, en el caso de los mercados financieros, esta caída se apunta como una de las causas del retroceso de las bolsas y del deterioro de los indicadores de riesgo registrado desde comienzos de 2016. Este recuadro revisa algunos de los efectos adversos que podría tener la caída del precio del petróleo, que, en el contexto actual, parecen haber ganado importancia.

Empezando con los países importadores de crudo, la recuperación del consumo privado, que habitualmente es el componente de la demanda que se beneficia de forma más inmediata de la bajada de los precios del petróleo, parece estar siendo más débil que en ocasiones anteriores, en parte como consecuencia del proceso de

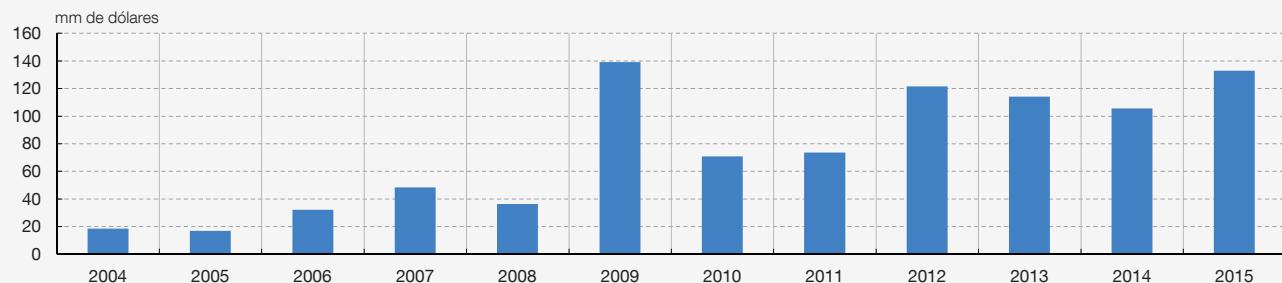
desapalancamiento que están acometiendo los hogares. Además, la inflación en estos países ya se encuentra en niveles muy reducidos, y este tipo de perturbación podría aumentar el riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación, con efectos desfavorables sobre la demanda de los productos más duraderos. En cualquier caso, en estos países es necesario tener en cuenta una dimensión adicional: si son productores de esta materia prima o tienen empresas energéticas importantes. Si son productores, un efecto negativo directo (y bastante inmediato) sobre el PIB vendría dado por el recorte de la inversión que realizan las empresas extractivas de petróleo (y de las infraestructuras asociadas a su transporte). La caída del precio del petróleo reduce las expectativas de beneficios del sector, lo que hace posponer o cancelar proyectos de inversión. Esto ya es evidente en Estados Unidos, donde la caída de la inversión del sector energético restó 0,15 pp al crecimiento del PIB en el tercer trimestre de 2015 (véase gráfico 1). Otras empresas energéticas también podrían registrar una reducción de su rentabilidad, al producir sustitutos de los derivados del petróleo.

Además, la debilidad del sector energético en su conjunto puede trasladarse a otros segmentos de la economía. Así, por ejemplo, el sector bancario podría verse afectado debido a la cartera de préstamos que tiene concedidos a estas empresas. En el último *Informe de Estabilidad Financiera* del Office of Financial Research [OFR (2015)] de Estados Unidos se apunta que algunos bancos regiona-

Gráfico 1
CONTRIBUCIÓN DEL SECTOR ENERGÉTICO AL CRECIMIENTO DEL PIB Y PESO EN LA INVERSIÓN DE ESTADOS UNIDOS (a)



Gráfico 2
EMISIONES DE DEUDA DE EMPRESAS INTEGRALES DE PETRÓLEO



FUENTES: Bureau of Economic Analysis y Bloomberg.

a Sector energético incluye exploración y extracción de petróleo y gas natural, minería y actividades relacionadas con estos procesos.

les estadounidenses podrían tener problemas en el cobro de sus préstamos como resultado de la caída del precio del petróleo y la exposición de sus balances a este riesgo. Muchos de estos bancos ya han incrementado las reservas de cobertura. Además, la situación financiera de estas empresas puede verse comprometida debido al importante volumen de deuda que han emitido en los últimos años (véase gráfico 2). Las necesidades de refinanciación pueden verse agravadas ante un endurecimiento en las condiciones monetarias que incrementaría los costes financieros, si bien los plazos de emisión parecen ser dilatados¹.

Esta situación puede ser especialmente problemática para las empresas energéticas de los países emergentes. En efecto, en los años 2013 y 2014 se registraron los máximos históricos de emisiones de renta fija de las economías emergentes, y buena parte de ellas las realizaron las empresas petroleras (34 %). Por otro lado, el ciclo positivo de precios de las materias primas permitió el acceso a estos mercados por primera vez de empresas y soberanos con baja calificación. En esta situación, la caída del precio del crudo (acompañada de una apreciación del dólar frente a las monedas locales) ha generado una fuerte reducción de la rentabilidad de estas empresas, y, en la medida en que la mayoría de ellas son públicas, esto se ha traducido en presiones adicionales sobre las finanzas públicas de estos países, que ya tenían un escaso margen de maniobra en este terreno, dado que una parte importante de sus ingresos fiscales provienen precisamente de la extracción y venta de esta materia prima². Por ejemplo, la

petrolera estatal brasileña Petrobras ha anunciado recortes de la inversión cercanos al 50 %, mientras que la mexicana Pemex ha presentado pérdidas elevadas en los dos últimos trimestres y pretende aplicar un fuerte recorte del empleo y la inversión; Aramco, la petrolera estatal de Arabia Saudita, anunció su intención de salir a bolsa. Estas empresas, por otro lado, suponen una cuantía elevada de la inversión total y el PIB de estos países (10 % y 2 %, respectivamente, en el caso de Brasil), con lo que las repercusiones de la caída del precio del crudo sobre las variables macro irían más allá de la caída de las exportaciones. Además, una de las fortalezas que habían permitido a estos países atravesar la crisis financiera de 2008 con relativa estabilidad, los superávits por cuenta corriente y la consecuente acumulación de reservas internacionales hasta máximos históricos, está empezando a revertir³.

Estos efectos adversos se están viendo reflejados en el comportamiento de las variables financieras de los principales países exportadores de petróleo, cuyas primas de riesgo se han deteriorado significativamente más que las del resto de los emergentes, y cuyos tipos de cambio han registrado depreciaciones también más acusadas. Por último, cabría destacar que las empresas petroleras tienen un peso en las bolsas de estos países superior al que tienen en la actividad o la inversión, lo cual explicaría el comportamiento más negativo de sus índices bursátiles⁴.

-
- 1 Del volumen total de bonos corporativos emitidos por empresas integrantes del petróleo, el 37 % vence en los tres próximos años, mientras que el 41 % tiene vencimientos que superan el año 2020.
 - 2 Una situación parecida afecta a los Estados productores de petróleo de Estados Unidos, que han perdido entre un 6 % y un 60 % de los ingresos fiscales en 2015.

-
- 3 Este ajuste de las reservas podría tener efectos sobre los rendimientos de los activos emitidos por las economías desarrolladas, de renta variable y fija, privados y públicos.
 - 4 En 2013, las empresas petroleras tenían un 33 % y un 12 % de la capitalización bursátil de los índices de Europa del Este y América Latina, respectivamente. En Brasil, la petrolera estatal Petrobras suponía un 15 % de la capitalización de la bolsa, y, en Colombia, Ecopetrol alcanzaba el 20 %.

Durante 2015 aumentó significativamente el número de episodios de inestabilidad en los mercados financieros internacionales. Estas turbulencias se han relacionado con diversos factores, como las divergencias en el tono de las políticas monetarias de los principales bancos centrales, la incertidumbre en relación con el crecimiento global —especialmente en las economías emergentes y, en particular, en China—, o el descenso del precio del petróleo. No obstante, diversos organismos internacionales, como el FMI, han sugerido que la intensidad y la recurrencia de estos episodios de volatilidad también podrían estar vinculadas a un deterioro de la liquidez de mercado [FMI (2015b)].

Se considera que un mercado es líquido si tiene capacidad para absorber transacciones de elevado volumen con rapidez, a un coste bajo y con un impacto reducido en los precios. En consecuencia, un mercado poco líquido no podrá responder a la llegada de órdenes de compra o de venta sin que se produzcan movimientos abruptos en el precio de los activos que se negocian,

que es lo que miden precisamente los indicadores de volatilidad financiera.

Los factores habitualmente citados para justificar un empeoramiento reciente de las condiciones de liquidez de los mercados de renta fija son tres [FMI (2015b)]: 1) las políticas monetarias no convencionales, ya que suponen la retirada del mercado de cantidades significativas de activos y pueden crearse situaciones de escasez de determinados instrumentos; 2) cambios estructurales en el modelo de negocio de los agentes de valores (*dealers*) —por ejemplo, la menor capacidad de los bancos para actuar como creadores de mercado (*market makers*) dada su necesidad de incrementar los colchones de capital o el mayor uso de las plataformas electrónicas—, y 3) el mayor peso de los inversores institucionales en la base inversora.

No obstante, la evidencia empírica disponible hasta la fecha no parece confirmar rotundamente este deterioro de la liquidez, dada

RENTA FIJA EN ESTADOS UNIDOS

Gráfico 1
RATIOS TURNOVER (a)



Gráfico 2
SENSIBILIDAD A CAMBIOS EN VOLÚMEN (c)



Gráfico 3
LIQUIDEZ DE MERCADO Y VOLATILIDAD (d)

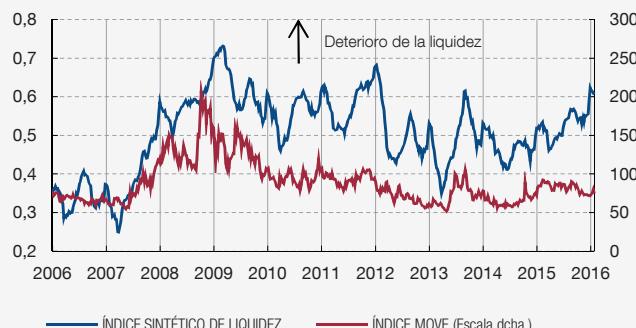
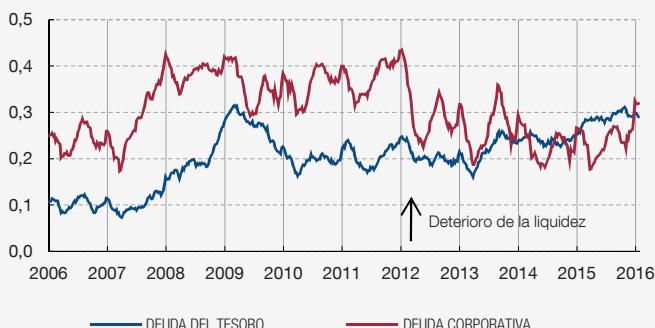


Gráfico 4
LIQUIDEZ DE MERCADO EN VARIOS SEGMENTOS



FUENTES: Bloomberg, FINRA, Reserva Federal de Nueva York y Bank of America Merrill Lynch.

a Volumen de negociación diario sobre el saldo vivo de deuda.

b Deuda de alto rendimiento.

c Basado en Amihud (2002). Retorno diario en términos absolutos sobre el volumen de negociación.

d Basado en Broto y Lamas (2016). Índice sintético de liquidez de mercado a partir de distintas medidas. Valores estandarizados y agregados a partir de un análisis de componentes principales.

la complejidad de su análisis. De hecho, la liquidez de mercado es una variable inobservable que abarca varias dimensiones. En concreto, un mercado líquido se caracteriza por presentar costes de transacción reducidos, inmediatez a la hora de ejecutar transacciones, elevados volúmenes negociados con un escaso impacto en el precio del activo y resistencia, es decir, facilidad para moverse rápidamente hacia nuevos niveles de equilibrio. Cada una de estas características puede ser representada con un conjunto de indicadores, y su evolución no tiene por qué ser uniforme. Por ejemplo, los gráficos 1 y 2 muestran cómo los volúmenes negociados sobre el saldo vivo de deuda (*turnover*) y la sensibilidad de las cotizaciones para la deuda pública y la corporativa de Estados Unidos no siempre proporcionan señales unánimes sobre la liquidez de estos mercados.

Es una práctica habitual intentar resumir toda esta información e identificar el efecto dominante en caso de discrepancia a través de un indicador sintético. Este tipo de índices se calculan a partir de la estandarización de los diversos indicadores de base y su posterior agregación [véase Holló *et al.* (2012)]. El gráfico 3 presenta la evolución de un índice sintético de liquidez para los principales mercados de renta fija de Estados Unidos junto con un indicador de la volatilidad de estos mercados aproximada por el MOVE que resume la volatilidad negociada sobre los títulos de deuda pública americana. El gráfico muestra que existe cierta relación entre el deterioro de la liquidez y el incremento de la volatilidad. Asimismo, puede observarse cómo desde 2015 la liquidez ha ido disminuyendo gradualmente, aunque sin llegar a los niveles alcanzados durante los peores momentos de la crisis.

Por segmentos (gráfico 4), el deterioro de la liquidez fue anticipado por la deuda del Tesoro—que es el mercado más líquido en términos absolutos—, mientras que en el caso de la deuda corporativa es más reciente. Este comportamiento podría deberse a que los cambios en la estructura del mercado de títulos del Tesoro¹ precedieron a la pérdida de atractivo de la deuda de alto rendimiento (penalizada por su exposición a los precios de las materias primas) y a las dificultades de algunos fondos de inversión que operan en estos mercados para hacer frente a los derechos de reembolso de sus clientes.

En suma, existe cierta evidencia de que se ha producido una disminución de la liquidez de mercado en segmentos considerados tradicionalmente como muy líquidos, como la deuda pública de Estados Unidos. La coincidencia de este deterioro con episodios recurrentes de volatilidad financiera sugiere que podría existir una relación entre ambas variables. Este resultado podría tener importantes consecuencias sobre la reacción de los mercados financieros a perturbaciones y, en caso de tener un carácter persistente, podría tener efectos relevantes para la estabilidad financiera.

1 La pérdida de peso de los *dealers* como intermediarios en la negociación de títulos del Tesoro ha reducido la disponibilidad de agentes dispuestos a suministrar liquidez a los mercados. Además, la mayor penetración de las plataformas electrónicas se ha traducido en la aparición de operadores menos regulados, que tienen niveles de capital reducidos y utilizan técnicas de negociación (*trading automático*) que pueden generar distorsiones puntuales en la liquidez del mercado.

La liberalización financiera de China ha avanzado significativamente en los tres últimos años, tanto en el ámbito interno, con una mayor incorporación de criterios de mercado al funcionamiento del sistema bancario, como en el externo, con la adopción de una serie de medidas que culminaron con la inclusión del renminbi en la cesta de los Derechos Especiales de Giro del FMI, efectiva a partir de octubre de 2016.

Para China, este proceso reviste importancia por muchas razones. Por un lado, porque una asignación más eficiente del crédito puede contribuir decisivamente al reequilibrio de la economía, reduciendo la tasa de ahorro de hogares y empresas y favoreciendo la inversión productiva. Operarían también en este mismo sentido la mejora de las expectativas de renta permanente de los agentes, al conseguir una mayor retribución del ahorro de los hogares, y el acceso por parte de las empresas privadas a prestatarios distintos de la banca pública, que en China ha financiado principalmente a las empresas estatales. Además, la liberalización externa y, sobre todo, la internacionalización del renminbi permitirían mitigar los efectos de «descalce» de tipo de cambio que tan negativas consecuencias han tenido para muchos emisores emergentes.

Sin embargo, históricamente, los procesos de liberalización financiera raras veces han estado exentos de episodios de inestabilidad en los mercados, que pueden aparejar riesgos macrofinancieros, lo que pone de manifiesto la dificultad de gestionar este tipo de procesos. La evolución de los mercados financieros chinos desde mediados de 2014 sugiere que China no es una excepción. De hecho, entre noviembre de 2014, con la apertura del canal de conexión entre las bolsas de Hong Kong y Shanghai, y junio de 2015, la bolsa china subió un 130 % (véase gráfico 1). Esta revalorización dio paso a un ajuste igualmente intenso, de forma que desde el máximo de junio hasta marzo de 2016 se ha acumulado una caída del 80 %, a pesar de la drástica actuación de las autoridades, que interviniieron tanto con medidas regulatorias como actuando directamente de contraparte. En términos

del tipo de cambio, desde agosto de 2015, el renminbi se ha depreciado un 7 % frente al dólar, tras haberse mantenido prácticamente estable en los dos últimos años (véase gráfico 2). Todo ello a pesar de una pérdida de reservas internacionales de más de 600 mm de dólares (un 20 % del total acumulado en los quince últimos años).

En línea con las reformas realizadas en los dos años previos, en 2015 se avanzó significativamente en la liberalización financiera interna. En este sentido, se autorizó la emisión de certificados de depósito a tipo de interés de mercado con el fin de incorporar en mayor medida criterios de mercado en el sistema bancario, se estableció un fondo de garantía de depósitos y se liberalizaron los tipos de interés de los depósitos. Sin embargo, las medidas más importantes se han adoptado en la vertiente exterior.

Así, a comienzos de agosto, las autoridades anunciaron una modificación del sistema de fijación de la paridad central del renminbi frente al dólar —fuertemente controlado por el banco central— para permitir un mayor papel del mercado en la determinación del tipo de cambio. Esta medida estaba en línea con los requisitos para la inclusión del renminbi en la cesta del DEG. Sin embargo, al tener lugar una inesperada devaluación de cerca de un 4 % en pocos días, el temor por parte de los mercados a una posible devaluación competitiva significativa, en un contexto de debilidad de la economía, acentuó las presiones contra el renminbi. El banco central intervino, consiguiendo estabilizar la divisa, pero la credibilidad del compromiso con la determinación de precios por parte del mercado quedó cuestionada y la incertidumbre aumentó la presión a la baja sobre los mercados bursátiles, que ya habían experimentado un episodio de ajuste brusco en junio-julio. En diciembre tuvo lugar la segunda medida clave de política cambiaria. Las autoridades anunciaron que tomarían como referencia para la gestión del tipo de cambio una cesta de divisas, en lugar de considerar exclusivamente al dólar. Es probable que el objetivo fuera ganar un mayor margen para la política monetaria, que no habría

Gráfico 1
EVOLUCIÓN DE LA BOLSA EN CHINA



FUENTES: CEIC, Datastream-Thomson Reuters.

Gráfico 2
TIPOS DE CAMBIO DEL RENMINBI



sido posible con el mantenimiento de un tipo de cambio fijo contra el dólar. Sin embargo, dada la apreciación en términos reales experimentada por el renminbi, resurgieron nuevamente las expectativas de depreciación, que volvieron a requerir la intervención con reservas del banco central. Todo ello se tradujo en una mayor incertidumbre sobre el objetivo y los márgenes de actuación de las autoridades y ocasionó un nuevo aumento de la volatilidad en las bolsas.

Un marco conceptual útil a la hora de evaluar las distintas opciones de política económica de las que China dispone en su proceso de apertura externa es el de la llamada «trinidad imposible» o «trilema», al que se han enfrentado otras economías emergentes en su proceso de liberalización externa [véase Obstfeld (2015)]. Basándose en la paridad descubierta de los tipos de interés, dicho marco plantea que, a medida que la cuenta de capital es más abierta, los países encuentran dificultades crecientes para mantener el control simultáneo de los tipos de interés y del tipo de cambio. Mientras que, en ausencia de libre movilidad del capital, el diferencial de tipos de interés frente al exterior no es una variable determinante de los de flujos de capital y, por tanto, del tipo de cambio, al liberalizar la cuenta financiera su margen de maniobra se ve limitado. Si el objetivo es la estabilidad del tipo de cambio, la política monetaria no podrá ser independiente, pues el tipo de interés deberá situarse donde indique el tipo de interés internacional de referencia, o el banco central perderá reservas. Alternativa-

mente, si la preferencia es llevar a cabo una política monetaria independiente, el tipo de cambio será el que deba ajustarse.

Es probable que durante la transición hacia la apertura de la cuenta de capital, y ante los potenciales riesgos que cada alternativa comporta, las autoridades chinas opten por soluciones intermedias: aumentar la flexibilidad cambiaria gradualmente, sin permitir una depreciación brusca del tipo de cambio, y, para ello, intervenir en el mercado de cambios intentando no mermar excesivamente las reservas, o recurrir a controles de capital selectivos si las presiones depreciatorias se acentúan. En sentido contrario, es previsible que aprovechen los períodos de estabilidad cambiaria para acometer una política monetaria más expansiva. No obstante, a diferencia de otras economías emergentes de menor tamaño, la importancia sistémica de China aumenta las implicaciones para la economía mundial de cómo se resuelva este «trilema». En este sentido, una normalización rápida de las condiciones monetarias en Estados Unidos —que no parece el escenario más probable— o una apreciación importante del dólar tensionarían más la situación en China, como también podrían hacerlo un aumento de la expansión cuantitativa en el área del euro o en Japón. En cambio, si se observara una estabilización del crecimiento en China, o lograra frenarse la salida de los flujos de capital, las condiciones serían más propicias para avanzar en el sentido de una mayor flexibilidad cambiaria, y de una mayor independencia de la política monetaria.

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. Deflactores 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*
MAGNITUDES FINANCIERAS	8.1 Balance consolidado del Eurosistema (A) y Balance consolidado del Banco de España (B). Préstamo neto a las entidades de crédito y sus contrapartidas (BE) 49*
	8.2 Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras y los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE) 50*
	8.3 Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras, residentes en España (BE) 51*
	8.4 Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE) 52*
	8.5 Financiación a los sectores no financieros, residentes en España (BE) 53*
	8.6 Financiación a las sociedades no financieras, residentes en España (BE) 54*
	8.7 Financiación a los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE) 55*

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

	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*
TIPOS DE INTERÉS E ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD	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 plazo ¹ (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*

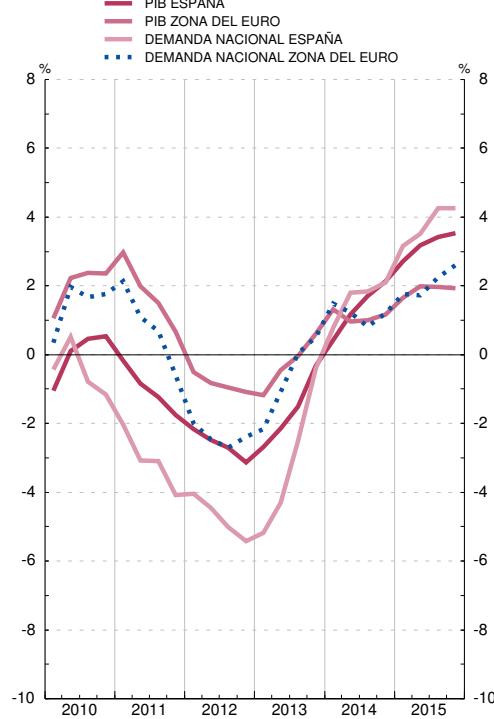
¹ Normas especiales de Distribución de Datos del FMI (NEDD).

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

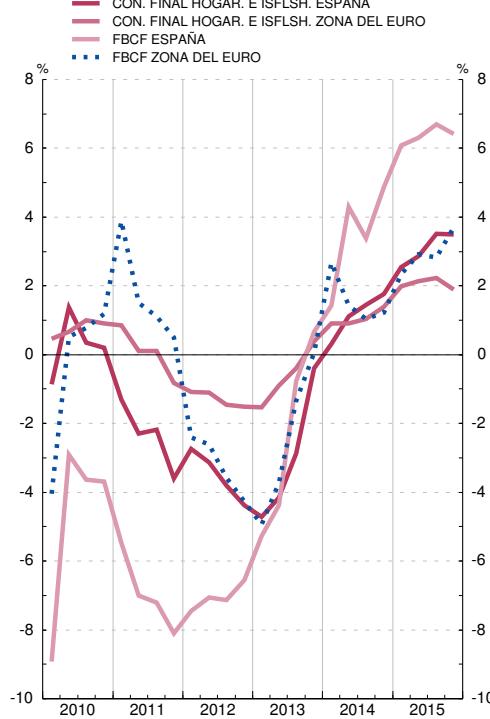
■ Serie representada gráficamente.

	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		Tasas de variación interanual		
	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro	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	
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	9 779
13	P	-1,7	-0,3	-3,1	-0,6	-2,8	0,2	-2,5	-2,5	-3,1	-0,7	4,3	2,1	-0,3	1,3	1 031	9 879
14	A	1,4	1,1	1,2	1,1	-0,0	1,0	3,5	1,6	1,6	1,2	5,1	4,4	6,4	4,9	1 041	10 077
13 I	P	-2,7	-1,2	-4,7	-1,5	-4,7	-0,1	-5,3	-4,9	-5,2	-2,2	3,2	1,6	-5,1	-0,6	258	2 450
//	P	-2,1	-0,4	-4,2	-0,9	-3,7	0,1	-4,4	-3,7	-4,3	-1,1	7,0	2,1	-0,2	0,7	258	2 468
///	P	-1,5	-0,0	-2,9	-0,4	-2,2	0,3	-0,8	-1,4	-2,5	0,0	3,6	1,8	0,6	2,1	257	2 476
/IV	P	-0,3	0,6	-0,4	0,4	-0,5	0,5	0,7	0,1	-0,4	0,5	3,5	3,2	3,6	3,1	258	2 486
14 I	A	0,4	1,3	0,3	0,9	-0,0	0,8	1,4	2,7	0,8	1,5	4,6	4,0	6,2	4,6	258	2 504
//	A	1,2	1,0	1,1	0,9	0,2	0,9	4,3	1,4	1,8	1,2	2,8	3,7	5,2	4,6	259	2 509
///	A	1,7	1,0	1,4	1,0	0,2	1,1	3,4	1,0	1,8	0,8	6,4	4,9	7,3	4,8	261	2 522
/IV	A	2,1	1,2	1,8	1,4	-0,5	1,0	4,9	1,2	2,1	1,2	6,5	5,0	6,8	5,4	263	2 541
15 I	A	2,7	1,6	2,5	2,0	1,5	1,4	6,1	2,3	3,2	1,8	5,8	6,0	7,6	6,7	266	2 574
//	A	3,2	2,0	2,9	2,1	2,5	1,5	6,3	2,9	3,5	1,7	6,0	6,7	7,4	6,5	269	2 592
///	A	3,4	2,0	3,5	2,2	3,0	1,5	6,7	2,8	4,3	2,2	4,5	5,3	7,2	6,2	272	2 607
/IV	A	3,5	1,9	3,5	1,9	3,7	1,9	6,4	3,7	4,3	2,6	5,3	4,2	7,7	6,0	274	2 624

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 rubrica 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.

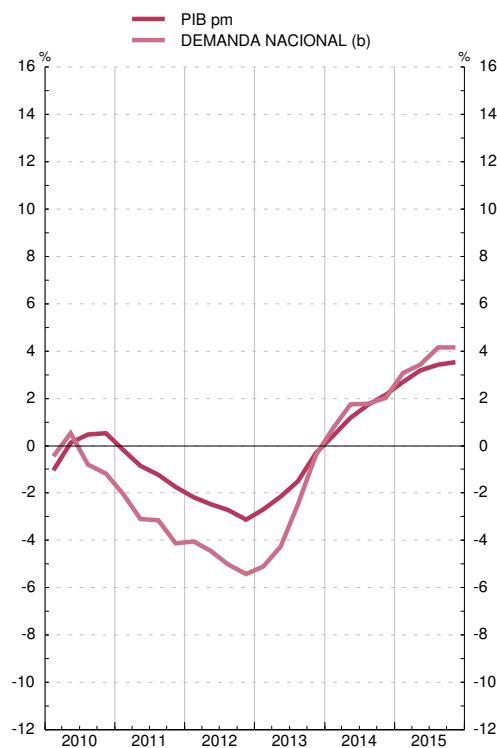
1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2010=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

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

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)

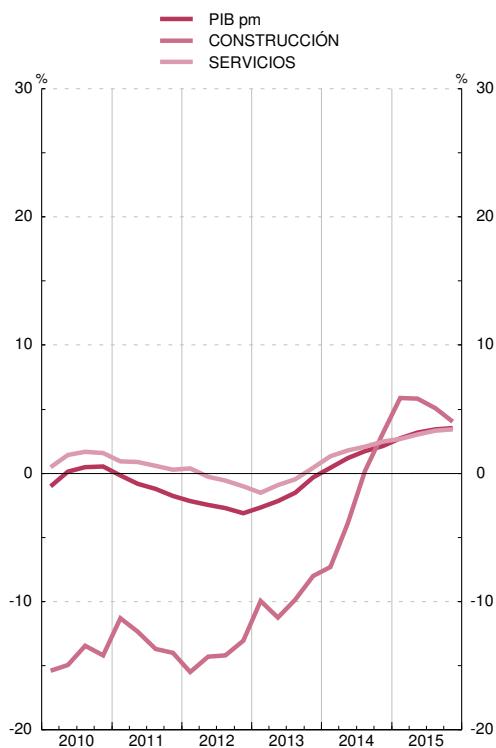
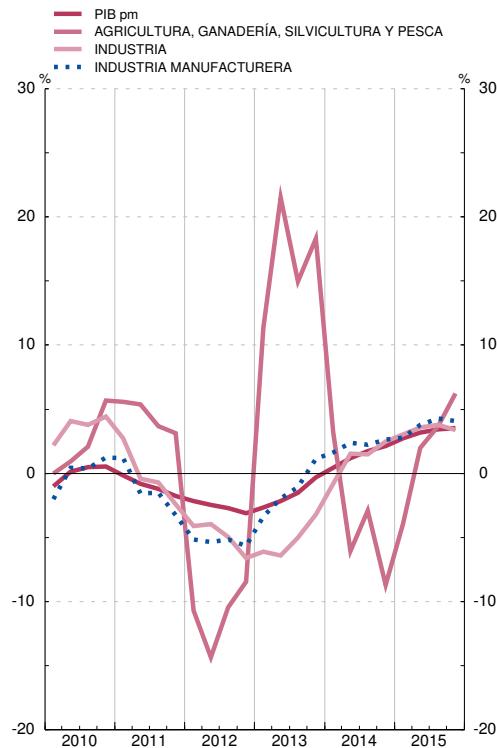
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

	Producto interior bruto a precios de mercado	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Industria		Construcción	Servicios									Impuestos netos sobre los productos
			Del cual			Total	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales	Administración Pública, Sanidad y Educación	Actividades artísticas, recreativas y otros servicios		
			Total	Industria manufacturera		6	7	8	9	10	11	12	13		
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
13 /	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
/I	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
/IV	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 /	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
/I	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
/IV	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 /	A	2,7	-4,0	3,0	2,8	5,9	2,7	4,1	4,4	-2,3	1,0	6,2	0,9	4,5	2,3
//	A	3,2	2,0	3,6	3,8	5,8	3,0	4,6	5,0	-0,4	0,9	6,5	1,1	3,9	2,6
/I	A	3,4	3,7	3,8	4,3	5,1	3,3	5,1	5,0	-1,1	0,7	5,7	2,2	4,0	2,7
/IV	A	3,5	6,2	3,4	4,1	4,0	3,4	5,3	4,6	0,2	0,8	4,9	2,4	4,5	3,6

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. DEFLECTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

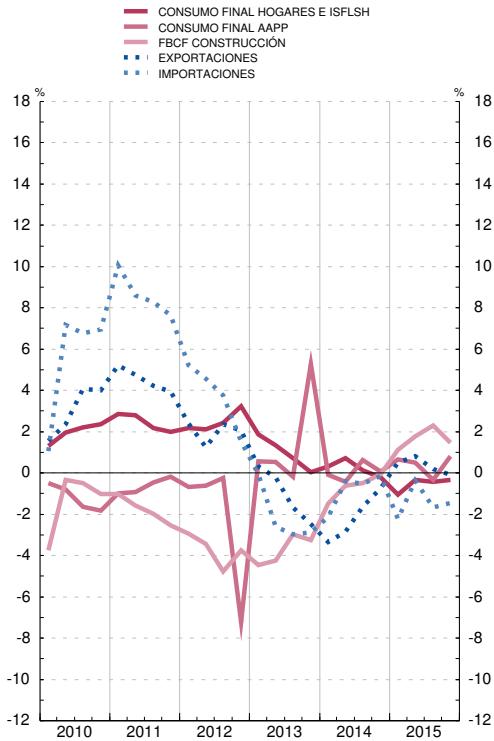
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

	Componentes de la demanda										Produc- to in- terior bruto a pre- cios de mer- cado	Ramas de actividad										
	Consu- mo final de los hogares y de las ISFLSH (b)	Consu- mo final de las AAPP	Formación bruta de capital fijo					Expor- tación de bienes y ser- vicios	Importación de bienes y ser- vicios	Total	Servicios			Del cual	Agricul- tura, ganade- ría,sil- vicultu- ra y pesca			Industria	Construc- ción	Ramas de actividad		
			Activos fijos materiales		Acti- vos fijos inma- teriales					Total	Agricul- tura, ganade- ría,sil- vicultu- ra y pesca				Industria					Servicios		
			Con- struc- ción	Bienes de equi- po y activos cultiva- dos	Con- struc- ción	Bienes de equi- po y activos cultiva- dos	6	7	8		Total	Del cual	Total	Indus- tria manu- factu- rera	Comer- cio, trans- porte y hoste- lería	Infor- mación y comu- nicacio- nes	Acti- vidades finan- cieras de seguro- s	Acti- vidades immo- bilia- rias	Acti- vidades profe- siona- les	Admi- nistra- ción públi- ca,san- idad y edu- cación	Acti- vidades artís- ticas, recrea- tivas y otros ser- vicios	
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
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
//	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
///	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
//	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
///	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	-1,0	0,7	0,8	1,1	0,5	0,5	0,5	-2,2	0,5	0,2	1,6	0,5	0,6	0,3	-0,3	-3,2	3,0	-0,3	0,0	2,0	0,1
//	A	-0,3	0,5	1,4	1,8	1,3	0,3	0,8	-0,4	0,5	1,4	-0,1	0,4	0,8	-0,3	0,0	-2,9	-4,2	-0,4	0,0	0,8	-0,2
///	A	-0,4	-0,3	1,9	2,3	1,8	0,8	0,2	-1,7	0,7	1,0	0,1	0,4	0,8	0,3	0,6	-1,3	-0,8	-0,1	0,8	0,5	0,6
IV	A	-0,4	0,8	1,5	1,5	2,2	0,2	-0,1	-1,5	0,7	2,4	-0,3	0,2	0,2	0,5	0,5	-1,2	-7,4	-0,1	1,1	2,6	0,6

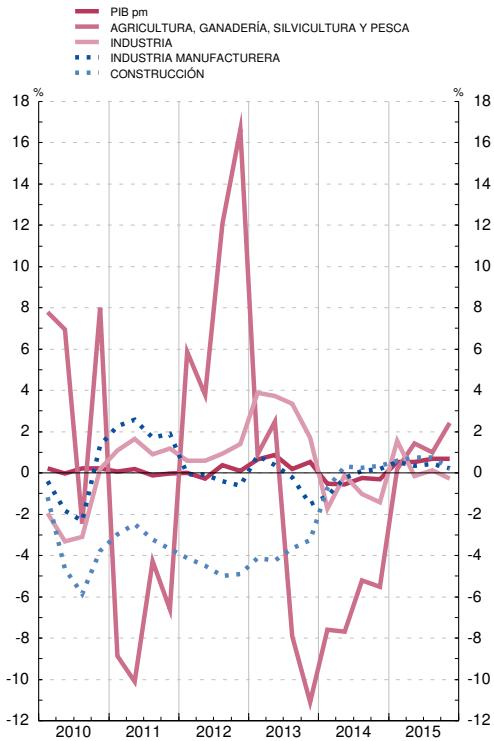
PIB. DEFLECTORES IMPLÍCITOS

Tasas de variación interanual



PIB. DEFLECTORES 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.

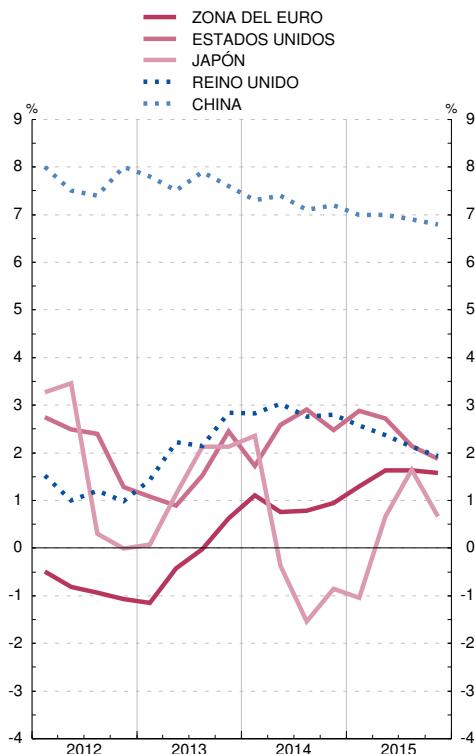
2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

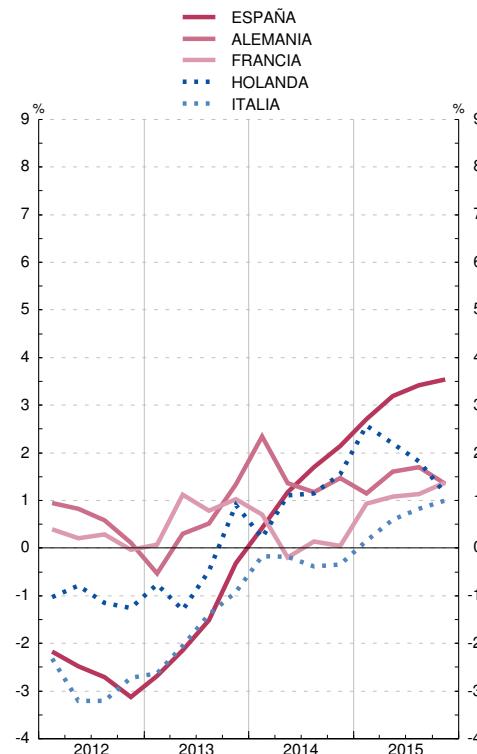
Tasas de variación interanual

	OCDE	Unión Europea									Estados Unidos de América	Japón	China
		Total UE	Zona del euro	España	Alemania	Francia	Holanda	Italia	Reino Unido				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
13	1,2	0,3	-0,2	-1,7	0,4	0,7	-0,4	-1,8	2,2	1,5	1,4	7,7	
14	1,9	1,4	0,9	1,4	1,6	0,2	1,0	-0,3	2,9	2,4	-0,1	7,3	
15	2,1	1,8	1,5	3,2	1,4	1,1	1,9	0,6	2,2	2,4	0,5	6,9	
12 /IV	0,6	-0,7	-1,1	-3,1	0,1	-0,0	-1,3	-2,7	1,0	1,3	-0,0	8,0	
13 /I	0,6	-0,6	-1,2	-2,7	-0,5	0,1	-0,8	-2,6	1,4	1,1	0,1	7,8	
II	0,9	0,1	-0,4	-2,1	0,3	1,1	-1,3	-2,0	2,2	0,9	1,1	7,5	
III	1,4	0,5	-0,0	-1,5	0,5	0,8	-0,5	-1,4	2,1	1,5	2,1	7,9	
IV	2,0	1,2	0,6	-0,3	1,3	1,0	0,9	-0,9	2,8	2,5	2,1	7,6	
14 /I	1,9	1,5	1,1	0,4	2,3	0,7	0,2	-0,2	2,8	1,7	2,4	7,3	
II	1,9	1,3	0,8	1,2	1,4	-0,2	1,1	-0,2	3,0	2,6	-0,4	7,4	
III	1,8	1,3	0,8	1,7	1,2	0,1	1,2	-0,4	2,8	2,9	-1,5	7,1	
IV	1,8	1,4	1,0	2,1	1,5	0,0	1,5	-0,3	2,8	2,5	-0,9	7,2	
15 /I	2,0	1,7	1,3	2,7	1,1	0,9	2,6	0,2	2,6	2,9	-1,0	7,0	
II	2,2	1,9	1,6	3,2	1,6	1,1	2,2	0,6	2,4	2,7	0,7	7,0	
III	...	1,9	1,6	3,4	1,7	1,1	1,8	0,8	2,1	2,1	1,6	6,9	
IV	...	1,8	1,6	3,5	1,3	1,4	1,1	1,0	1,9	1,9	0,7	6,8	

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE, OCDE y Datastream.

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

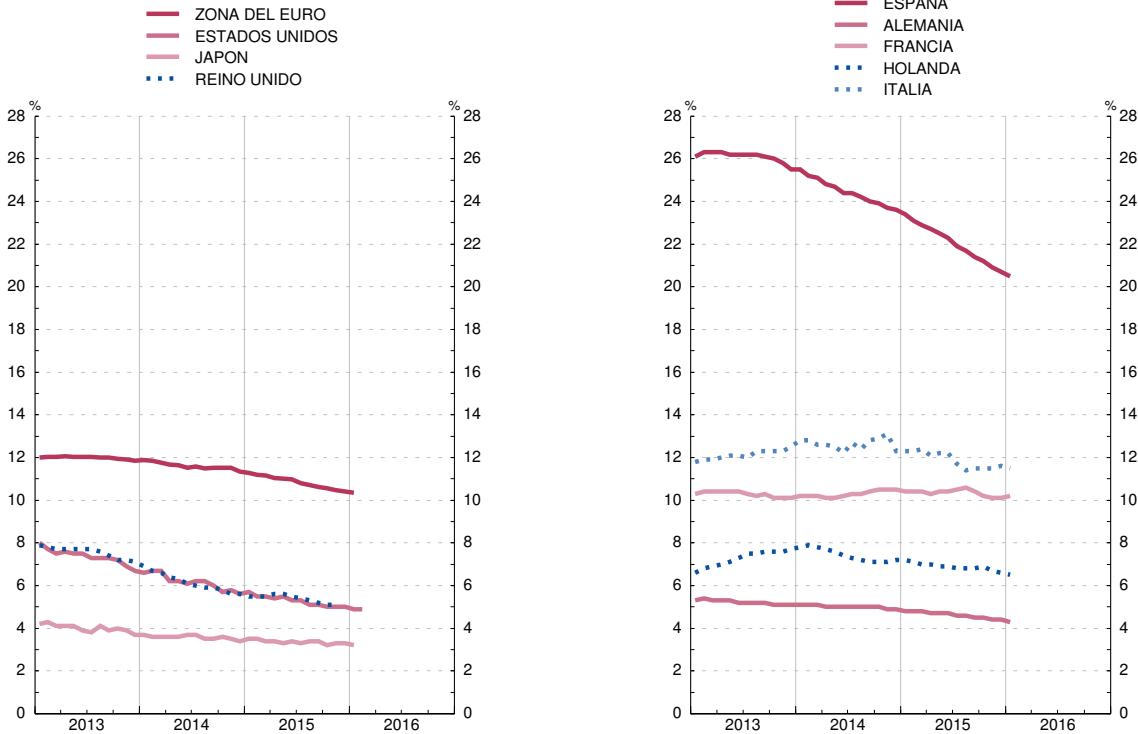
2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

	OCDE	Unión Europea									Estados Unidos de América	Porcentajes
		Total UE	Zona del euro	España	Alemania	Francia	Holanda	Italia	Reino Unido			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
13		7,9	10,8	12,0	26,1	5,2	10,3	7,3	12,1	7,6	7,4	4,0
14		7,4	10,2	11,6	24,5	5,0	10,3	7,4	12,6	6,1	6,2	3,6
15		6,8	9,4	10,9	22,1	4,6	10,4	6,9	11,9	5,4	5,3	3,4
14 Sep		7,3	10,1	11,5	24,0	5,0	10,4	7,1	12,8	5,9	6,0	3,5
Oct		7,2	10,0	11,5	23,9	5,0	10,5	7,1	12,9	5,8	5,7	3,6
Nov		7,2	10,0	11,5	23,7	4,9	10,5	7,1	13,1	5,6	5,8	3,5
Dic		7,0	9,9	11,3	23,6	4,9	10,5	7,2	12,3	5,6	5,6	3,4
15 Ene		7,0	9,8	11,3	23,4	4,8	10,4	7,2	12,3	5,5	5,7	3,5
Feb		7,0	9,7	11,2	23,1	4,8	10,4	7,1	12,3	5,5	5,5	3,5
Mar		6,9	9,7	11,2	22,9	4,8	10,4	7,0	12,4	5,5	5,5	3,4
Abt		6,9	9,6	11,1	22,7	4,7	10,3	7,0	12,1	5,6	5,4	3,4
May		6,9	9,6	11,0	22,5	4,7	10,4	6,9	12,2	5,6	5,5	3,3
Jun		6,8	9,5	11,0	22,3	4,7	10,4	6,9	12,2	5,5	5,3	3,4
Jul		6,8	9,4	10,8	21,9	4,6	10,5	6,8	11,7	5,4	5,3	3,3
Ago		6,7	9,3	10,7	21,7	4,6	10,6	6,8	11,4	5,3	5,1	3,4
Sep		6,6	9,2	10,6	21,4	4,5	10,4	6,8	11,5	5,2	5,1	3,4
Oct		6,6	9,1	10,6	21,2	4,5	10,2	6,9	11,5	5,1	5,0	3,2
Nov		6,5	9,0	10,5	20,9	4,4	10,1	6,7	11,5	5,1	5,0	3,3
Dic		6,6	9,0	10,4	20,7	4,4	10,1	6,6	11,6	...	5,0	3,3
16 Ene		6,5	8,9	10,3	20,5	4,3	10,2	6,5	11,5	...	4,9	3,2
Feb		4,9	...

TASAS DE PARO

TASAS DE PARO



FUENTE: OCDE.

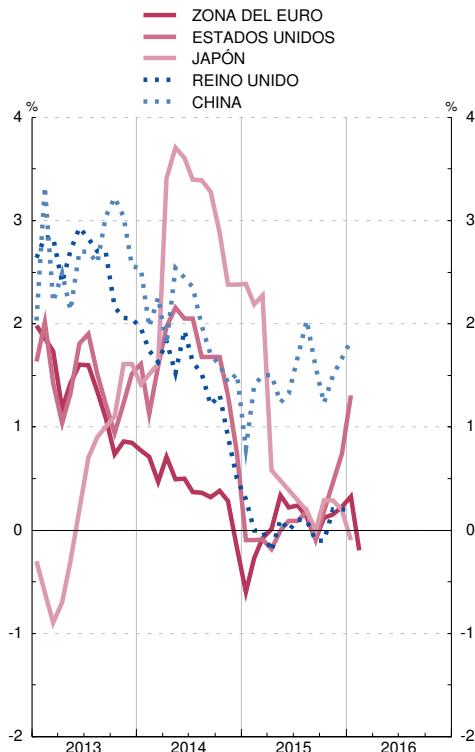
2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ Serie representada gráficamente.

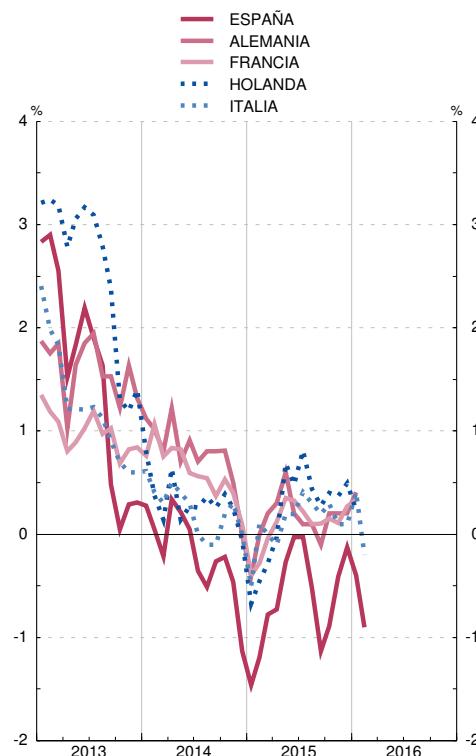
Tasas de variación interanual

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

PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual



FUENTES: OCDE, INE y Eurostat.

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

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

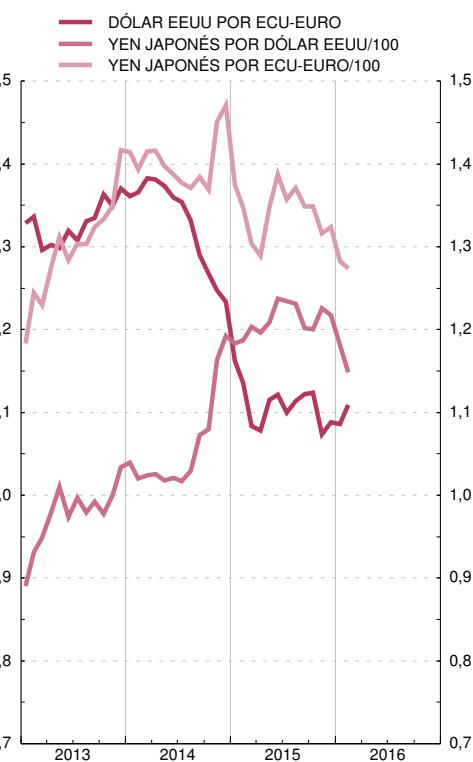
2.4. TIPOS DE CAMBIO BILATERALES E ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL Y REAL DEL EURO, DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y DEL YEN JAPONÉS

■ Serie representada gráficamente.

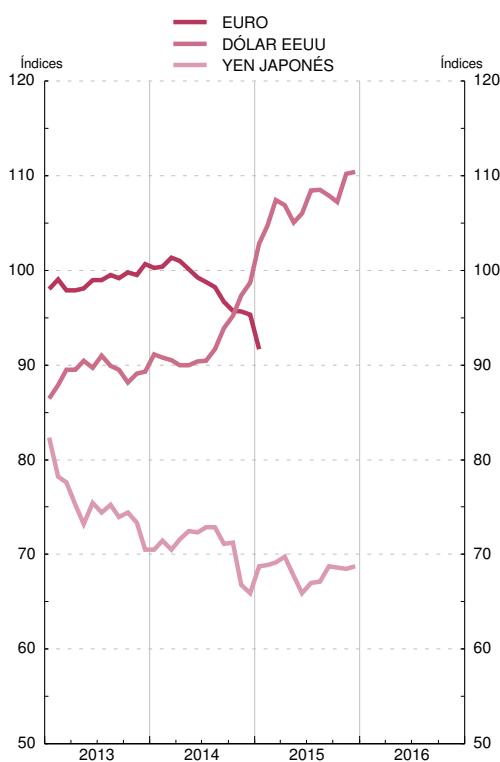
Media de cifras diarias

	Tipos de cambio			Índices del tipo de cambio efectivo nominal frente a países desarrollados. Base 1999 I = 100 (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados Base 1999 I = 100 (b)					
	Dólar estadounidense por euro/ecu/euro	Yen japonés por euro/ecu	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
15	1,1095	134,29	121,06	92,3	95,7	94,6	88,4	107,1	68,2	89,2	112,6	65,6
15 E-F	1,1492	136,15	118,47	94,3	92,7	94,8	90,3	103,7	68,8	90,4	109,5	66,2
16 E-F	1,0972	127,85	116,54	94,1	98,7	99,8	89,1	...	...	91,1	...	...
14 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	86,9	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	112,6	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	64,2
Sep	1,1221	134,85	120,18	93,8	96,3	95,2	89,7	107,9	68,7	90,7	112,1	65,8
Oct	1,1235	134,84	120,02	93,6	95,7	95,1	89,6	107,2	68,6	90,4	111,6	65,6
Nov	1,0736	131,60	122,58	91,1	98,5	95,1	87,1	110,2	68,4	88,1	114,7	65,7
Dic	1,0877	132,36	121,69	92,5	98,8	95,4	88,2	110,4	68,8	89,8	113,9	66,0
16 Ene	1,0860	128,32	118,17	93,6	99,8	98,9	89,1	...	...	91,1	...	...
Feb	1,1093	127,35	114,81	94,7	97,6	100,8	...	...	...	...	...	...

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



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



FUENTES: BCE y BE.

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

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

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

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

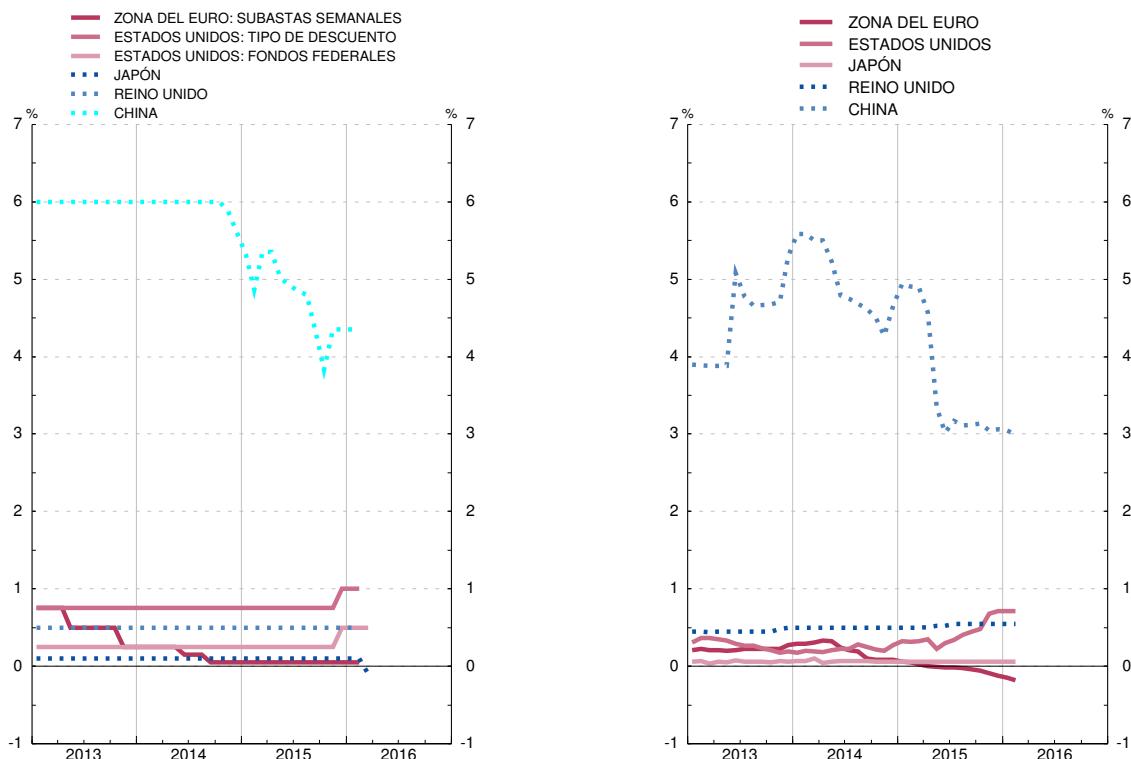
■ Serie representada gráficamente.

Porcentajes

Zona del euro	Tipos de intervención						Tipos interbancarios a tres meses					
	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	China	OCDE	Zona del euro	Estados Unidos de América	Japón	Reino Unido	China	
	(a)	Tipo descuento	Fondos federales	(b)	(c)	(a)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
13	0,25	0,75	0,25	0,10	0,50	6,00	0,53	0,22	0,28	0,06	0,51	4,44
14	0,05	0,75	0,25	0,10	0,50	5,60	0,47	0,21	0,22	0,07	0,54	4,97
15	0,05	1,00	0,50	0,10	0,50	4,35	0,42	-0,02	0,41	0,06	0,57	3,69
14 Sep	0,05	0,75	0,25	0,10	0,50	6,00	0,44	0,10	0,25	0,06	0,56	4,62
Oct	0,05	0,75	0,25	0,10	0,50	6,00	0,41	0,08	0,22	0,06	0,56	4,50
Nov	0,05	0,75	0,25	0,10	0,50	5,88	0,41	0,08	0,20	0,06	0,56	4,27
Dic	0,05	0,75	0,25	0,10	0,50	5,60	0,43	0,08	0,27	0,06	0,56	4,66
15 Ene	0,05	0,75	0,25	0,10	0,50	5,32	0,42	0,06	0,32	0,06	0,56	4,94
Feb	0,05	0,75	0,25	0,10	0,50	4,86	0,39	0,05	0,31	0,06	0,56	4,91
Mar	0,05	0,75	0,25	0,10	0,50	5,35	0,40	0,03	0,33	0,06	0,56	4,90
Abr	0,05	0,75	0,25	0,10	0,50	5,35	0,40	0,00	0,35	0,06	0,57	4,57
May	0,05	0,75	0,25	0,10	0,50	5,02	0,35	-0,01	0,23	0,06	0,57	3,35
Jun	0,05	0,75	0,25	0,10	0,50	4,93	0,37	-0,01	0,30	0,06	0,57	3,02
Jul	0,05	0,75	0,25	0,10	0,50	4,85	0,39	-0,02	0,34	0,06	0,58	3,17
Ago	0,05	0,75	0,25	0,10	0,50	4,80	0,42	-0,03	0,41	0,06	0,59	3,11
Sep	0,05	0,75	0,25	0,10	0,50	4,32	0,42	-0,04	0,45	0,06	0,59	3,12
Oct	0,05	0,75	0,25	0,10	0,50	3,83	0,42	-0,05	0,48	0,06	0,58	3,14
Nov	0,05	0,75	0,25	0,10	0,50	4,35	0,51	-0,09	0,68	0,06	0,57	3,04
Dic	0,05	1,00	0,50	0,10	0,50	4,35	0,51	-0,13	0,71	0,06	0,58	3,06
16 Ene	0,05	1,00	0,50	0,10	0,50	4,35	-	-0,15	0,71	0,06	0,59	3,05
Feb	0,05	1,00	0,50	0,10	0,50	4,35	-	-0,18	0,71	0,06	0,59	3,00

TIPOS DE INTERVENCIÓN

TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES



FUENTES: BCE, Agencia Reuters, Datastream y BE.

Notas:

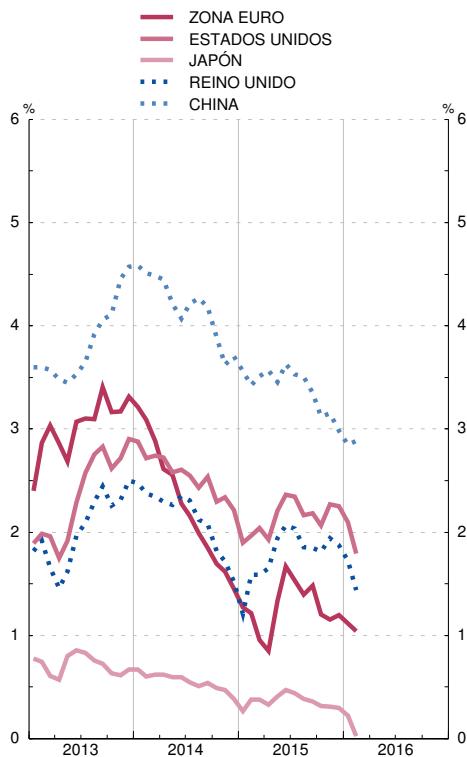
- a. Operaciones principales de financiación.
- b. Tipo de interés objetivo.
- c. Oferta complementaria de liquidez (retail bank base rate).

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

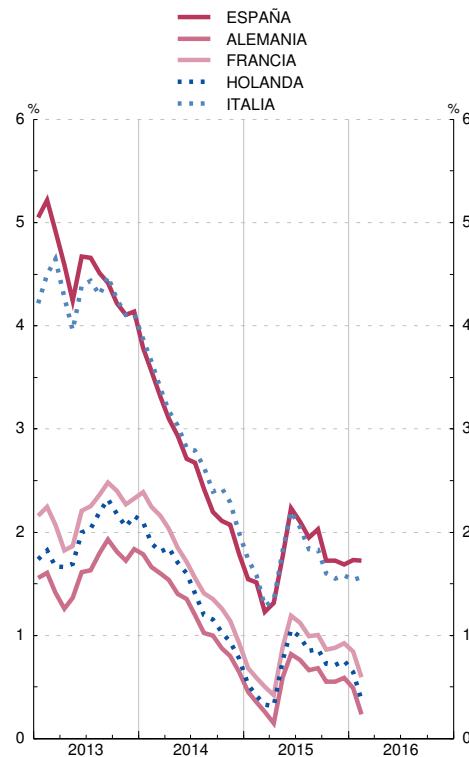
■ Serie representada gráficamente.

	OCDE	Unión Europea									Estados Unidos de América	Japón	China	Porcentajes
		Total UE	Zona del euro	España	Alemania	Francia	Holanda	Italia	Reino Unido					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
13	2,44	2,79	3,01	4,56	1,57	2,20	1,96	4,31	2,03	2,35	0,72	3,83		
14	2,26	2,11	2,28	2,72	1,16	1,66	1,45	2,89	2,14	2,55	0,55	4,18		
15	1,71	1,29	1,27	1,74	0,50	0,84	0,69	1,71	1,78	2,14	0,36	3,40		
14 Sep	2,13	1,81	1,85	2,20	0,92	1,35	1,15	2,40	2,08	2,54	0,54	4,18		
Oct	1,97	1,70	1,69	2,11	0,79	1,26	1,03	2,42	1,82	2,30	0,49	3,89		
Nov	1,95	1,61	1,62	2,07	0,72	1,14	0,93	2,29	1,72	2,34	0,47	3,62		
Dic	1,80	1,41	1,45	1,79	0,59	0,92	0,78	1,99	1,52	2,21	0,39	3,70		
15 Ene	1,56	1,18	1,27	1,54	0,39	0,67	0,52	1,70	1,21	1,90	0,27	3,56		
Feb	1,56	1,12	1,21	1,51	0,30	0,60	0,42	1,56	1,59	1,97	0,38	3,42		
Mar	1,56	1,02	0,96	1,23	0,23	0,51	0,33	1,29	1,59	2,04	0,38	3,51		
Abr	1,49	0,99	0,85	1,31	0,12	0,44	0,31	1,36	1,65	1,93	0,33	3,57		
May	1,80	1,41	1,34	1,77	0,56	0,89	0,75	1,81	1,94	2,21	0,41	3,46		
Jun	1,98	1,68	1,67	2,23	0,79	1,20	1,05	2,20	2,06	2,36	0,47	3,63		
Jul	1,88	1,53	2,10	0,71	1,11	0,99	2,04	2,03	2,34	0,44	3,53			
Ago	1,77	1,45	1,39	1,95	0,61	1,01	0,85	1,84	1,86	2,17	0,39	3,51		
Sep	1,78	1,44	1,48	2,03	0,65	1,00	0,87	1,92	1,85	2,18	0,36	3,35		
Oct	1,65	1,29	1,20	1,73	0,52	0,87	0,73	1,70	1,81	2,07	0,32	3,12		
Nov	1,77	1,31	1,16	1,73	0,52	0,88	0,72	1,57	1,94	2,27	0,31	3,15		
Dic	1,77	1,34	1,19	1,69	0,55	0,93	0,75	1,58	1,87	2,25	0,30	2,98		
16 Ene	...	...	1,11	1,73	0,43	0,84	0,65	1,53	1,73	2,10	0,22	2,85		
Feb	...	...	1,04	1,72	0,17	0,59	0,37	1,56	1,44	1,79	0,02	2,89		

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.

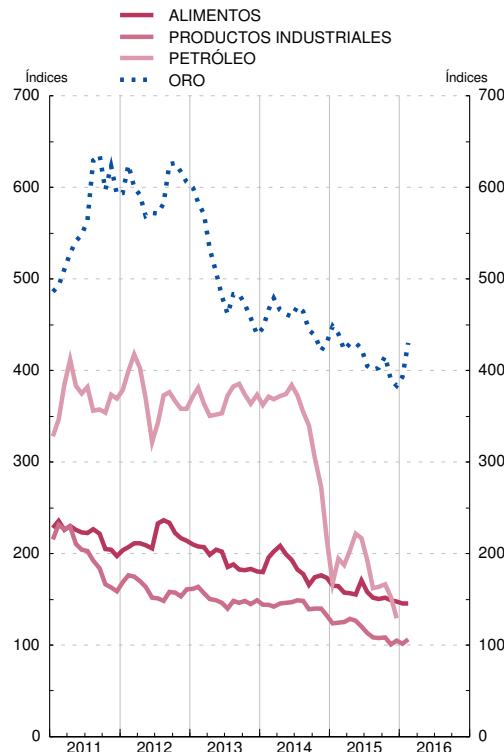
Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)							Petróleo		Oro							
	En euros	En dólares estadounidenses						Índice (b)	Mar Norte Dólares estadounidenses por barril	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo					
		General	General	Alimentos	Productos industriales												
					Total	Agrícolas no alimenticios	Metales										
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11							
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						
15	154,3	136,6	156,3	116,1	115,7	116,3	179,7	52,1	415,7	1 159,7	33,60						
15 E-F	158,4	144,9	164,4	124,4	119,8	126,4	180,6	52,6	444,1	1 239,0	34,71						
16 E-F	142,0	124,9	145,4	103,6	107,3	102,1	...	31,4	410,8	1 146,0	33,60						
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						
Apr	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	152,8	43,6	389,7	1 087,1	32,54						
Dic	144,3	126,6	147,4	104,9	109,9	102,7	129,5	38,1	383,2	1 068,9	31,54						
16 Ene	141,9	123,8	145,5	101,3	106,4	99,2	...	30,8	392,9	1 096,2	32,49						
Feb	142,1	126,0	145,2	106,0	108,2	105,1	...	31,9	429,9	1 199,4	34,79						

ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS



ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS, 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.

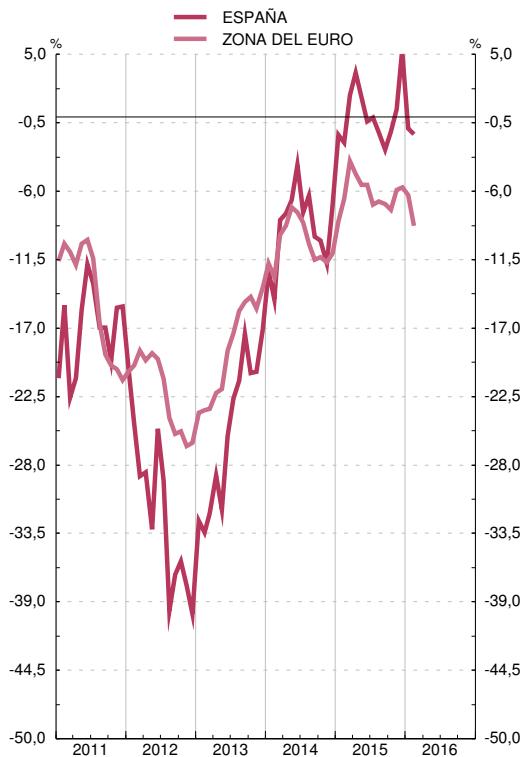
3.1 INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

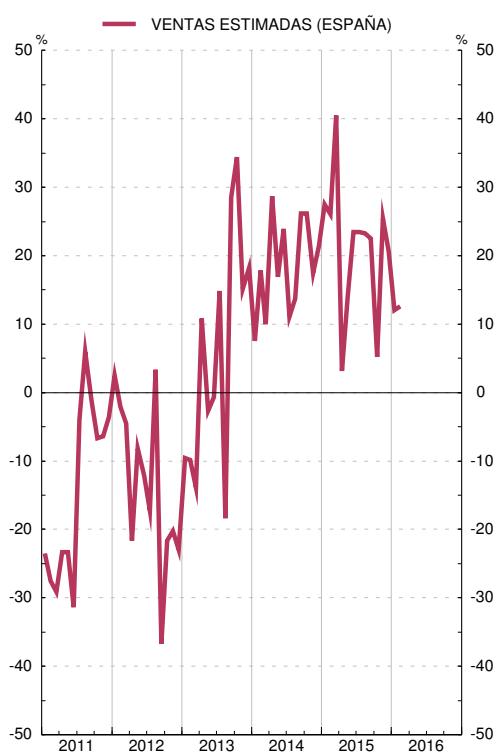
Saldos, tasas de variación interanual e índices

	Encuestas de opinión (a)						Matriculaciones y ventas de automóviles (Tasas de variación interanual)			Índices de comercio al por menor (Base 2010=100, CNAE 2009) (Índices deflactados)							
	Consumidores			Indicador de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		Matrículaciones	Ventas estimadas	Pro memoria: Matrículaciones en zona euro 19	Índice general de comercio minorista	Índice general sin estaciones de servicio						
	Indicador de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Indicador de confianza consumidor	Indicador de confianza comercio minorista					Del cual	Grandes superficies	Grandes cadenas	Pequeñas cadenas	Empresas unilogicas	Pro memoria: zona euro 19 (Tasa de variación interanual corregida de efectos calendario)	
13	-25,3	-19,3	-12,1	-10,1	-18,8	-12,2	4,5	3,3	-3,8	84,2	84,6	91,5	80,9	96,7	80,8	79,7	-0,8
14	-8,9	4,2	-1,4	6,7	-10,2	-3,1	19,9	18,3	3,8	84,9	85,3	92,2	81,9	97,2	81,9	79,7	1,3
15	P 0,3	15,1	5,8	14,1	-6,2	1,6	22,9	20,9	9,0	87,9	87,9	92,7	85,5	101,4	83,4	82,0	2,5
15 E-F	P -1,8	13,0	3,4	11,7	-7,5	-1,9	28,0	26,7	8,1	83,2	83,0	84,4	83,0	93,7	79,4	77,8	2,6
16 E-F	P -1,2	9,3	4,7	15,6	-7,6	2,2	...	12,4	...	...	...	...	...	...	...	...	...
15 Mar	P 1,7	16,1	5,5	14,5	-3,6	-0,7	41,8	40,5	8,2	83,2	83,1	90,3	74,3	95,4	78,0	81,3	2,0
Abr	P 3,6	18,4	7,0	16,0	-4,6	-0,6	5,2	3,2	6,5	83,1	82,9	90,3	75,1	95,3	79,3	80,0	2,5
May	P 1,6	17,6	5,7	15,9	-5,5	1,6	15,6	14,0	6,8	85,3	85,3	91,6	78,7	98,7	81,2	81,5	2,8
Jun	P -0,4	13,3	4,6	13,4	-5,5	-1,1	25,2	23,5	7,5	86,4	86,4	92,5	80,1	99,4	83,0	82,5	2,2
Jul	P -0,1	10,5	4,4	13,7	-7,1	1,1	25,0	23,5	9,9	96,7	97,0	99,0	96,6	112,0	94,2	88,8	3,4
Ago	P -1,3	15,3	5,1	13,5	-6,8	3,5	25,1	23,3	8,3	86,3	85,5	94,3	86,3	103,1	81,0	75,2	2,7
Sep	P -2,7	11,0	5,6	11,3	-7,0	4,3	27,2	22,5	9,8	87,1	86,9	91,7	82,1	99,9	81,5	82,9	3,4
Oct	P -1,2	14,9	6,9	15,0	-7,5	6,5	8,1	5,2	5,8	89,5	89,3	94,7	82,9	105,9	83,9	83,5	2,3
Nov	P 0,6	16,3	7,5	15,7	-5,9	5,8	27,7	25,4	10,9	85,3	85,1	88,6	83,5	97,7	80,2	79,6	1,6
Dic	P 5,4	21,5	10,1	17,0	-5,7	2,9	22,7	20,7	15,1	106,1	107,0	110,9	120,7	122,1	100,0	93,6	2,1
16 Ene	P -0,9	9,7	4,3	16,8	-6,3	2,7	14,7	12,1	10,8	92,2	92,4	86,4	99,4	105,1	88,0	82,7	2,1
Feb	P -1,4	8,9	5,1	14,3	-8,8	1,6	...	12,6	...	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICADOR 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

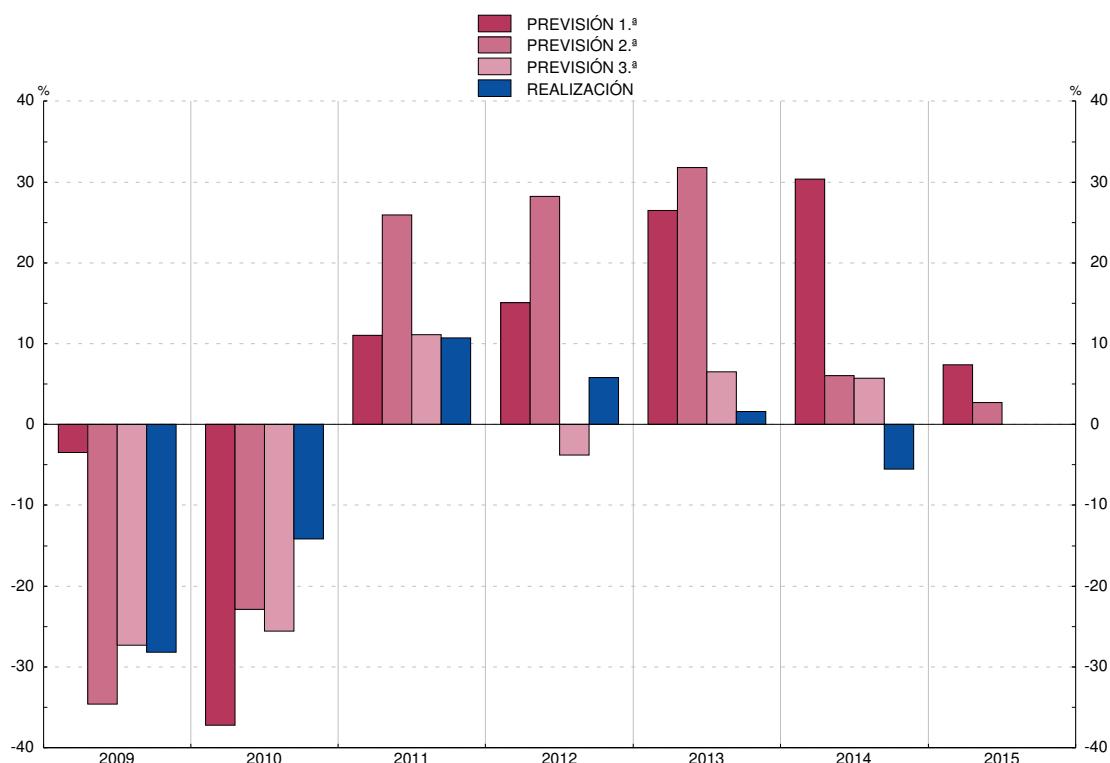
3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	Realización	Previsión 1. ^a	Previsión 2. ^a	Previsión 3. ^a	
	1	2	3	4	
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.

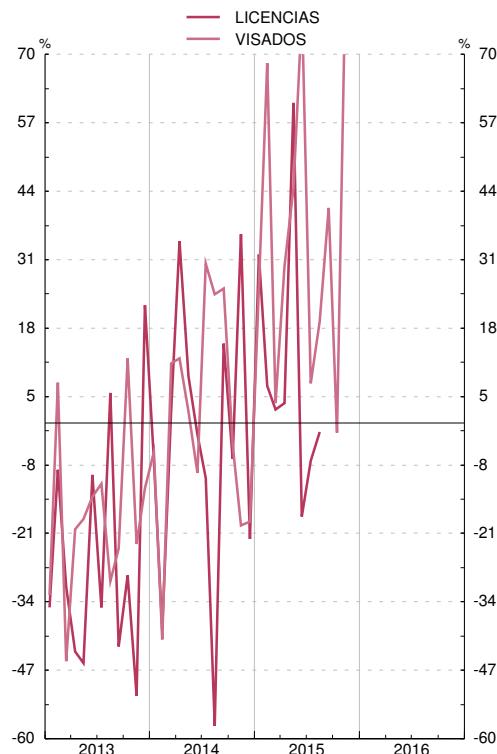
3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

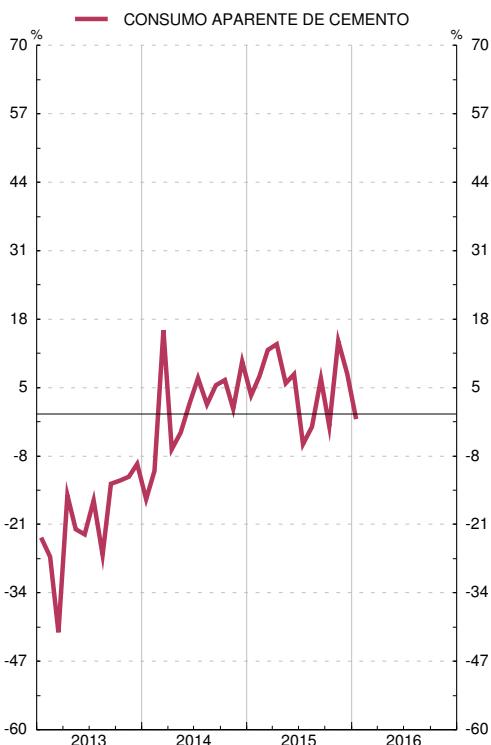
Tasas de variación interanual

	Licencias: superficie a construir					Visados: superficie a construir					Licitación oficial (presupuesto)							Consumo aparente de cemento
	De la cual		No residencial			De la cual		Total		Edificación			Ingeniería civil					
	Total	Residencial	Vivienda		No residencial	Total	Vivienda	En el mes	Acumulada en el año	Total	Residencial	Vivienda	No residencial					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
13	-27,2	-43,3	-46,6	2,0	-23,7	-18,2	-20,3	17,3	17,3	-2,8	41,5	55,6	-9,1	25,8	-21,0			
14	-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	0,8			0,8	
15 P	...	...	...	...	...	37,9	42,6	-10,3	-10,3	6,4	8,5	-22,4	5,9	-15,3	5,2		
15 E-E	31,9	13,3	15,5	78,1	25,8	31,9	-48,8	-48,8	-3,0	-43,2	-43,8	8,0	-55,2	3,6				
16 E-E	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-1,1
14 Oct	-6,8	1,9	11,3	-18,8	-4,0	13,8	60,8	50,6	15,5	111,8	-54,9	10,5	77,0	6,5				
Nov	35,8	43,4	45,4	24,5	-19,5	-7,8	-10,2	43,7	61,7	32,9	-11,5	69,7	-29,5	0,9				
Dic	-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	9,9				
15 Ene	P	31,9	13,3	15,5	78,1	25,8	31,9	-48,8	-48,8	-3,0	-43,2	-43,8	8,0	-55,2	3,6			
Feb	P	7,1	-4,6	-17,9	23,8	68,3	53,9	-44,5	-46,9	64,2	113,1	428,8	57,6	-58,5	7,2			
Mar	P	2,5	-19,9	-19,7	50,4	3,7	-5,9	16,1	-25,4	36,2	-50,6	-46,9	75,7	10,9	12,1			
Abr	P	3,8	31,5	31,5	-14,1	29,8	43,5	48,9	-11,8	0,7	-12,6	-37,6	1,9	72,6	13,3			
May	P	60,7	4,5	1,5	167,9	44,6	20,3	17,9	-5,0	64,0	552,5	2 193,5	6,0	5,3	5,8			
Jun	P	-17,8	-15,1	-15,0	-22,6	79,7	48,6	55,4	1,1	104,7	142,9	40,0	96,6	34,7	7,5			
Jul	P	-7,2	9,7	21,9	-28,0	7,5	13,4	-36,1	-5,5	-18,6	-33,2	-49,2	-10,8	-43,2	-5,7			
Ago	P	-1,8	5,1	8,3	-9,3	19,3	40,7	-44,7	-9,5	-28,8	-59,5	-97,8	-23,9	-50,6	-2,5			
Sep	P	...	...	...	...	40,9	56,0	-25,1	-10,6	7,1	51,0	66,3	0,1	-34,0	6,6		
Oct	P	...	...	...	...	-1,8	17,6	-13,1	-10,9	18,3	-26,5	-87,4	22,7	-20,4	-2,4		
Nov	P	...	...	...	...	95,7	118,4	-36,9	-12,7	-52,0	-59,8	...	-50,3	-27,5	13,8		
Dic	P	...	...	...	...	99,9	161,6	14,7	-10,3	-41,1	-46,7	31,0	-39,3	33,0	7,6		
16 Ene	P	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-1,1	

INDICADORES DE LA CONSTRUCCIÓN



INDICADORES DE LA CONSTRUCCIÓN



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

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

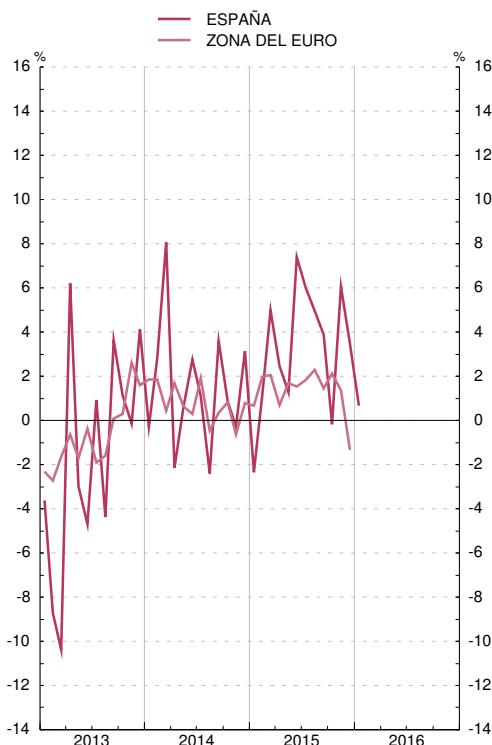
3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

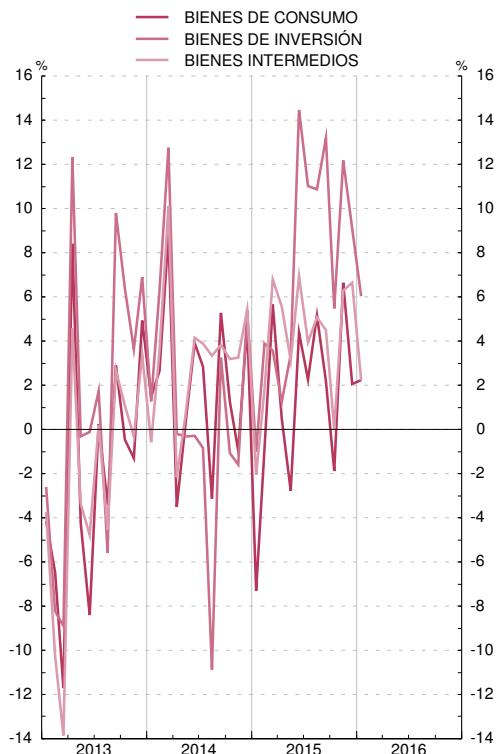
Tasas de variación interanual

	Índice general	Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad (CNAE 2009)				Pro memoria: zona del euro					
		Total		Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Energía	Extractivas	Manufactureras	Suministro de energía eléctrica y gas	Del cual		Por destino económico de los bienes		
		Serie original	T 12	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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
15	MP	94,6	3,3	1,3	7,2	4,0	0,7	-8,5	4,0	0,2	1,4	1,5	1,8	1,8	0,8
15 E-E	M	87,5	-2,3	-7,3	-1,0	-2,1	2,9	-10,4	-3,4	4,2	0,7	0,2	0,4	0,5	-0,2
16 E-E	MP	88,0	0,7	2,2	6,0	2,2	-8,5	-17,6	3,1	-8,9	...	...	...	...	...
14 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	0,4	0,5	-0,2
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	4,1	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	2,2
Jun		101,6	7,4	4,4	14,5	6,9	4,4	-1,4	7,9	4,6	1,5	1,8	2,5	2,2	0,7
Jul		106,8	6,0	2,3	11,0	3,9	9,4	-10,0	5,2	9,9	1,8	1,7	3,1	1,9	0,1
Ago		74,8	5,0	5,1	10,9	5,1	1,4	-10,7	6,6	-1,9	2,3	2,9	3,2	4,1	1,2
Sep		99,7	3,9	2,2	13,2	4,5	-5,1	-19,0	6,0	-5,4	1,4	1,9	1,9	2,0	1,4
Oct		98,2	-0,2	-1,9	5,5	0,0	-4,7	-14,0	1,2	-4,0	2,1	2,3	1,3	3,6	1,5
Nov	P	97,1	6,1	6,7	12,2	6,3	-2,6	-15,2	8,0	-0,1	1,4	1,8	1,5	1,7	2,2
Dic	P	89,1	3,5	2,0	9,1	6,7	-4,8	-19,7	5,8	-4,5	-1,3	-0,4	1,3	-2,6	0,4
16 Ene	P	88,0	0,7	2,2	6,0	2,2	-8,5	-17,6	3,1	-8,9	...	...	...	...	...

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.

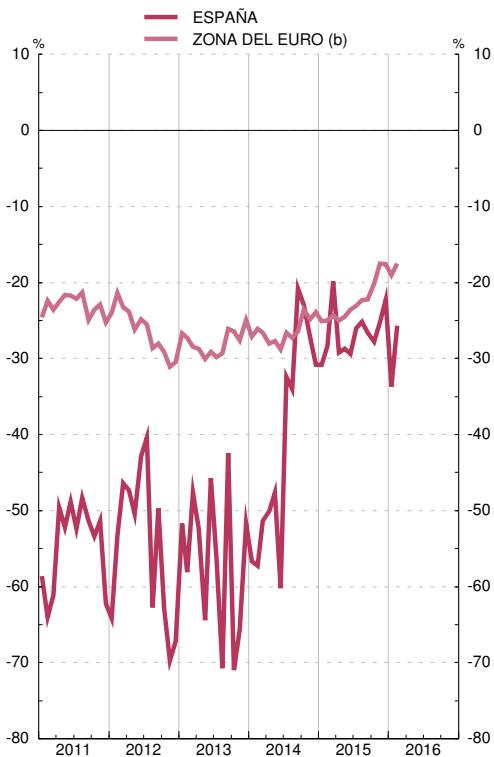
Saldos

Industria, sin construcción (b)																		Construcción				Pro memoria: zona del euro (b) (c)			
Indicador del clima industrial (ICI)		Componentes del ICI			Nivel de producción	Nivel de cartera de pedidos extranjeros	ICI por sectores				Indicador de clima de la construcción (ICC)	Componentes del ICC		Nivel de producción	Tendencia de la producción	Industria, sin construcción		Indicador del clima en la construcción							
		Nivel de cartera de pedidos	Nivel de existencias de productos terminados	Tendencia de la producción			Consumo	Equipos	Intermedios	Otros sectores		Nivel de cartera de pedidos	Tendencia del empleo			Indicador del clima industrial	Nivel de cartera de pedidos								
		= (2+3+4)/3										= (12+13)/2													
13	M	-14	-31	9	-1		-10	-21	-9	-13	-17	-6	-57	-57	-56	-27	-40	-9	-25	-28					
14	M	-8	-16	9	3		0	-11	-3	-6	-12	-2	-41	-51	-31	-16	-24	-4	-15	-26					
15	M	-1	-6	6	9		6	-2	-0	4	-4	0	-27	-37	-17	-6	-19	-3	-12	-23					
15 E-F	M	-4	-13	7	8		3	-8	-2	-1	-8	-5	-30	-33	-26	-14	-24	-5	-15	-25					
16 E-F	M	-2	-6	6	5		7	-5	2	-1	-7	-1	-30	-37	-23	-12	-24	-4	-12	-18					
14 Nov		-5	-12	8	5		8	-5	-3	2	-12	-	-27	-38	-16	-20	-7	-4	-13	-13	-25				
Dic		-7	-15	9	4		1	-11	-4	-3	-15	1	-31	-36	-26	-4	-13	-5	-14	-24					
15 Ene		-5	-14	8	9		-1	-12	-2	2	-10	-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		14	-2	-3	8	1	-5	-29	-43	-15	-1	-23	-3	-11	-25					
May		1	-3	5	12		8	-1	-3	8	3	-0	-29	-40	-18	0	-14	-3	-11	-25					
Jun		0	-1	2	4		5	6	-2	7	-1	18	-29	-35	-24	-12	-33	-3	-12	-24					
Jul		-1	-5	6	8		3	-2	1	0	-3	4	-26	-39	-13	1	-45	-3	-11	-23					
Ago		0	-4	8	12		6	-5	1	6	-1	-8	-25	-38	-13	-3	-14	-4	-12	-22					
Sep		-0	-6	10	15		4	-3	3	9	-6	8	-27	-41	-13	-13	-10	-2	-11	-22					
Oct		-2	-5	11	10		8	-2	1	6	-10	-6	-28	-39	-16	-28	-19	-2	-10	-20					
Nov		-3	-6	8	6		4	-2	1	-4	-6	-4	-25	-32	-19	2	-8	-3	-12	-18					
Dic		1	-3	4	11		4	-0	2	8	-3	7	-22	-31	-14	20	-12	-2	-9	-18					
16 Ene		-2	-6	4	5		6	-4	2	-2	-6	-3	-34	-44	-23	-24	-24	-3	-10	-19					
Feb		-2	-6	7	6		8	-5	2	-2	-7	1	-26	-29	-23	-0	-24	-4	-13	-18					

CLIMA EN LA INDUSTRIA
Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN
Saldos



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

a. La metodología de la ECI está disponible en <http://www.mineco.es/es-ES/IndicadoresyEstadisticas/Industria/EncuestaCoyuntura/Documents/metodologiaici.pdf> y de la ECC en <http://www.mineco.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.

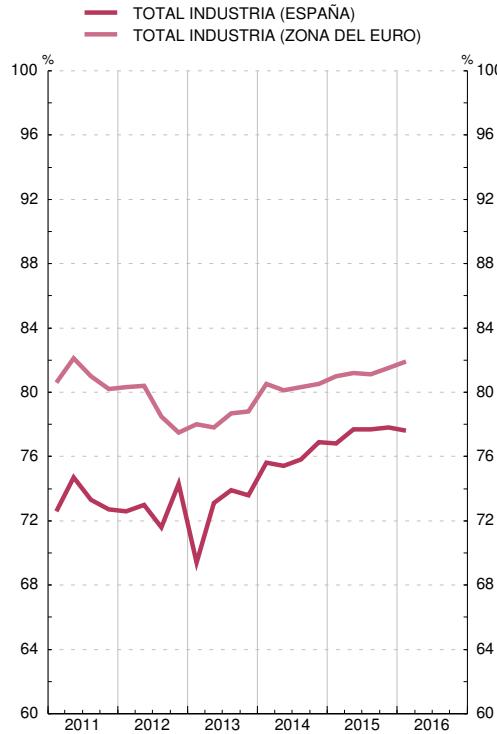
3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL (ECI). UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009) (a)

■ Serie representada gráficamente.

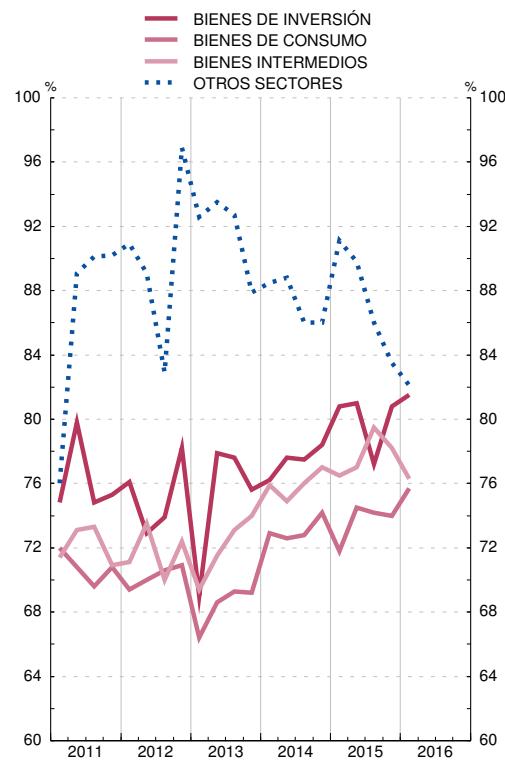
Porcentajes y saldos

	Total industria		Bienes de consumo		Bienes de equipo		Bienes intermedios		Otros sectores (b)		Pro memoria: zona del euro. % de uti- lización de la capaci- dad 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			
	Nivel	Tendencia (expectativas)	Nivel	Tendencia (expectativas)	Nivel	Tendencia (expectativas)	Nivel	Tendencia (expectativas)	Nivel	Tendencia (expectativas)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
13	72,5	73,2	21	68,4	69,7	17	75,0	75,6	11	72,0	72,5	31
14	73,9	76,6	17	73,1	73,9	13	77,4	77,8	11	76,0	76,3	25
15	77,5	78,5	15	73,6	74,8	13	80,0	80,3	15	77,8	79,2	17
15 I-I	76,8	78,1	14	71,8	73,2	10	80,8	81,6	11	76,5	78,7	18
16 I-I	77,6	79,2	11	75,7	77,4	7	81,5	81,4	11	76,3	79,1	14
13 III IV	73,9	73,7	20	69,3	69,5	18	77,6	77,1	5	73,1	72,9	30
	73,6	74,2	20	69,2	71,5	16	75,6	75,2	10	74,0	74,1	29
14 I II	75,6	75,7	20	72,9	70,6	16	76,2	77,7	10	75,9	76,5	30
	75,4	77,2	19	72,6	75,0	15	77,6	78,5	12	74,9	76,5	27
	75,8	76,2	16	72,8	74,8	15	77,5	78,3	10	76,0	74,8	20
	76,9	77,1	15	74,2	75,0	8	78,4	76,5	12	77,0	77,2	23
15 I II	76,8	78,1	14	71,8	73,2	10	80,8	81,6	11	76,5	78,7	18
	77,7	79,3	15	74,5	75,3	11	81,0	81,5	12	77,0	79,8	20
	77,7	77,8	15	74,2	74,6	15	77,2	77,3	20	79,5	79,2	14
	77,8	78,8	16	74,0	75,9	14	80,8	80,8	18	78,2	79,0	16
16 I	77,6	79,2	11	75,7	77,4	7	81,5	81,4	11	76,3	79,1	14

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.mineco.es/es-ES/IndicadoresyEstadísticas/Industria/EncuestaCoyuntura/Documents/metodologíaeci.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.

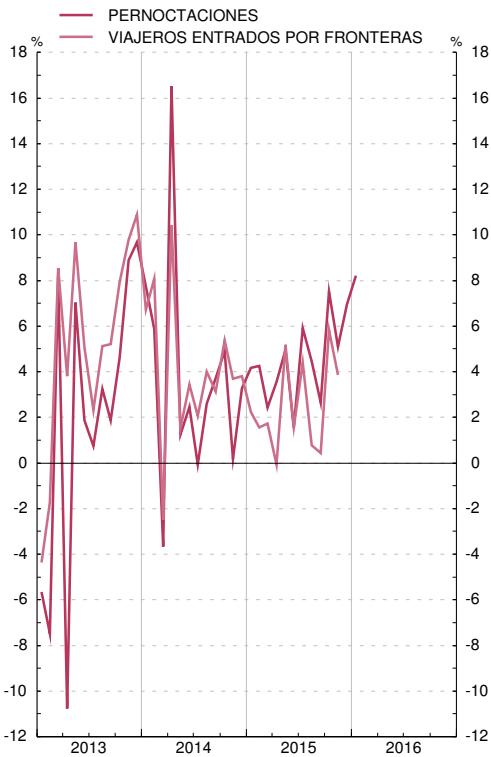
3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

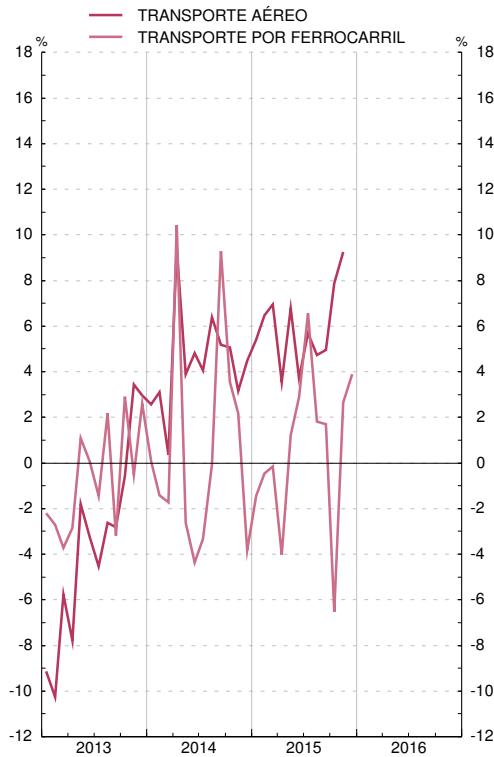
Tasas de variación interanual

	Viajeros alojados en hoteles		Pernoctaciones efectuadas (a)		Viajeros entrados por fronteras			Transporte aéreo			Transporte marítimo		Transporte por ferrocarril			
	Total	Extranjeros	Total	Extranjeros	Total	Turistas	Excursionistas	Pasajeros			Mercancías	Pasajeros	Mercancías	Viajeros	Mercancías	
								Total	En vuelos nacionales	En vuelos internacionales						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
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	-5,8	4,2	0,6	15,0
15 P		6,0	5,9	4,4	3,9	...	...	...	...	...	...	...	...	0,5	...	...
15 E-E	P	7,9	6,1	4,2	1,2	2,2	3,6	0,6	5,4	2,5	6,9	1,6	1,0	-1,9	-1,4	-0,9
16 E-E	P	10,2	11,0	8,2	7,8	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
14 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	7,9	6,1	4,2	1,2	2,2	3,6	0,6	5,4	2,5	6,9	1,6	1,0	-1,9	-1,4	-0,9
Feb	P	5,7	6,5	4,3	2,7	1,5	5,3	-3,0	6,5	6,2	6,6	11,0	0,1	8,8	-0,5	3,3
Már	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	7,6
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	-1,5
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	-0,3
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	9,8
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	-2,2
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	-5,3
Sep	P	4,1	3,2	2,7	2,2	0,4	2,2	-2,9	5,0	6,4	4,4	8,8	20,3	6,3	1,7	-9,4
Oct	P	8,9	9,0	7,5	8,6	5,8	9,9	-1,1	7,9	6,1	8,6	9,0	2,4	0,5	-6,5	-11,7
Nov	P	7,5	13,2	5,1	10,9	3,8	8,2	-1,4	9,3	7,6	10,1	11,8	16,4	5,2	2,7	-6,8
Dic	P	6,2	7,8	7,0	8,5	...	...	...	...	...	...	...	...	3,9	...	...
16 Ene	P	10,2	11,0	8,2	7,8	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...

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				Tasa de actividad (%)	Población activa					
Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	5		Variación interanual (a)			9	1 T 4	
					6	7	8			
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-IV M	38 515	-124	-0,3	59,60	22 955	-942	-295	-647	-1,0	
15 I-IV M	38 498	-17	-0,0	59,54	22 922	-130	-41	-90	-0,1	
13 //	38 681	-143	-0,4	60,00	23 208	-282	-86	-196	-1,2	
//	38 597	-202	-0,5	60,04	23 173	-319	-121	-197	-1,4	
/V	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	
//	38 528	-153	-0,4	59,63	22 976	-232	-91	-141	-1,0	
///	38 523	-74	-0,2	59,53	22 932	-242	-44	-198	-1,0	
/V	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	
//	38 497	-32	-0,1	59,79	23 016	40	-19	58	0,2	
///	38 487	-36	-0,1	59,50	22 900	-32	-22	-11	-0,1	
/V	38 490	-34	-0,1	59,43	22 874	-153	-20	-133	-0,7	

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.

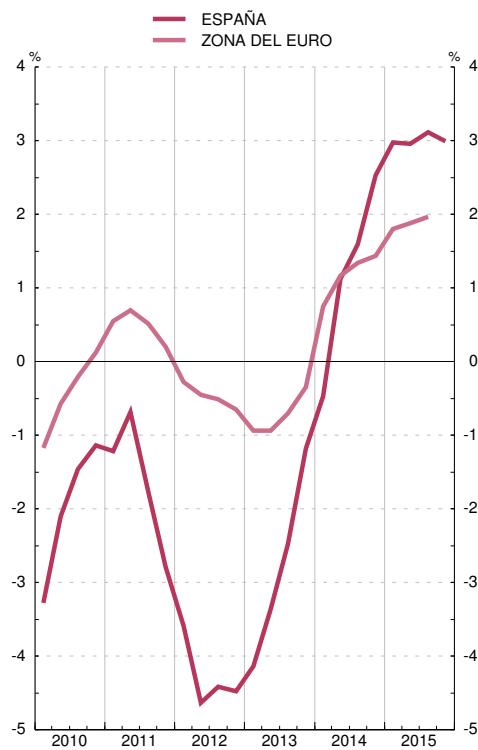
4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

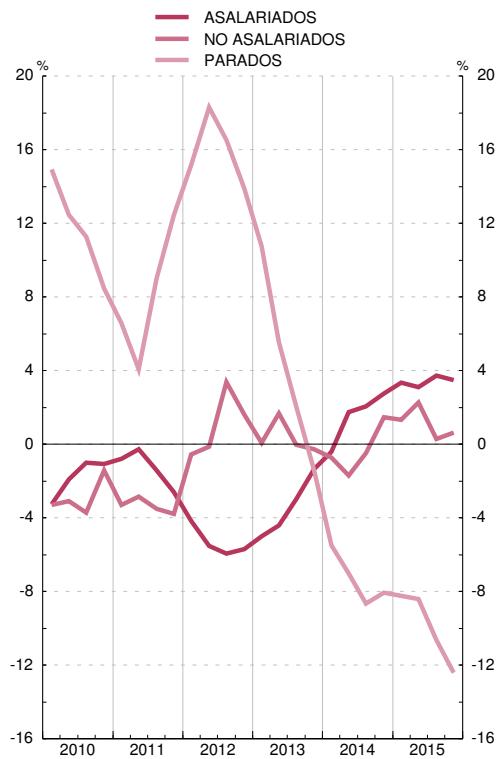
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

	M	Ocupados										Parados				Pro memoria: zona del euro			
		Total			Asalariados			No asalariados				Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T ₁ 4	T ₁ 4	T ₁ 4	T ₁ 4	T ₁ 4	T ₁ 4
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T ₁ 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T ₁ 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T ₁ 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	T ₁ 4	T ₁ 4	T ₁ 4	T ₁ 4	T ₁ 4		
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	11,33			
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	11,63			
14 I-IV	M	17 344	205	1,2	14 286	217	1,5	3 058	-11	-0,4	5 610	-441	-7,3	24,44	1,2	11,63			
15 I-IV	M	17 866	522	3,0	14 773	488	3,4	3 093	34	1,1	5 056	-554	-9,9	22,06	...	10,86			
13 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	11,91			
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	11,82			
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	1,3	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	11,49			
15 I		17 455	504	3,0	14 394	464	3,3	3 061	40	1,3	5 445	-489	-8,2	23,78	1,8	11,20			
II		17 867	514	3,0	14 762	445	3,1	3 104	69	2,3	5 149	-474	-8,4	22,37	1,9	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	2,0	10,74			
IV		18 094	525	3,0	14 989	506	3,5	3 105	19	0,6	4 780	-678	-12,4	20,90	...	10,49			

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)

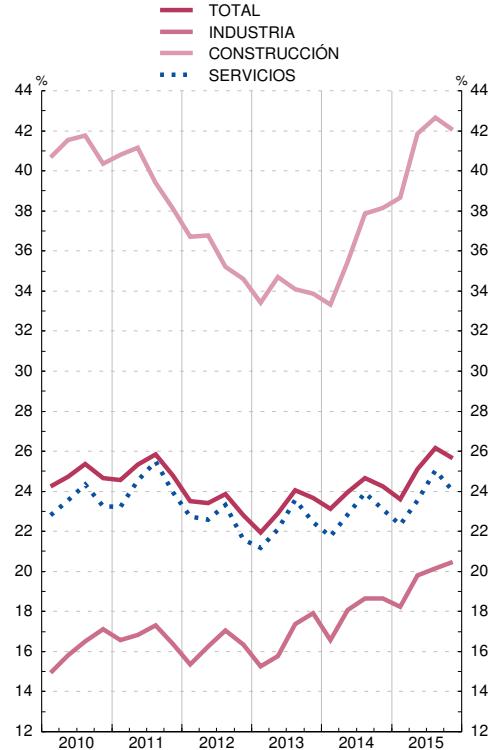
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual y porcentajes

	M	Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria:
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	
		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-IV	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	2,9
15 I-IV	M	3,0	3,4	25,1	0,1	4,4	61,1	4,3	4,9	19,7	8,1	8,1	41,3	2,6	2,8	23,7	2,8
13 //		-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
//		-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
IV		3,0	3,5	25,7	7,0	16,7	63,1	1,0	1,5	20,5	2,7	2,7	42,0	3,2	3,4	24,0	2,8

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.

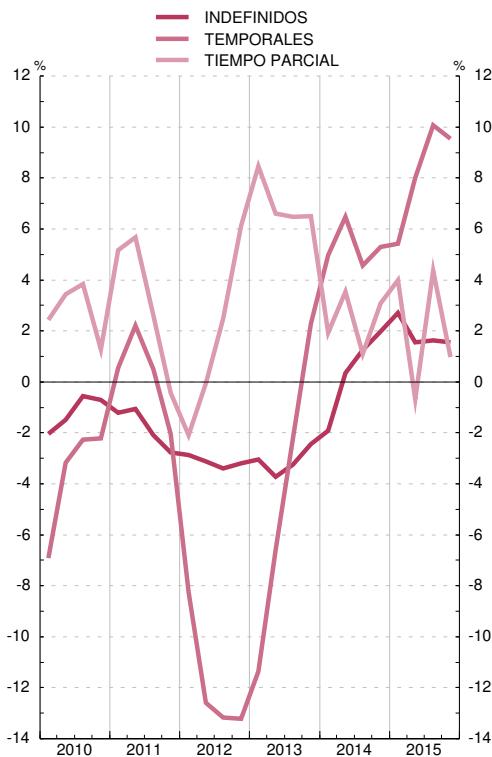
4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

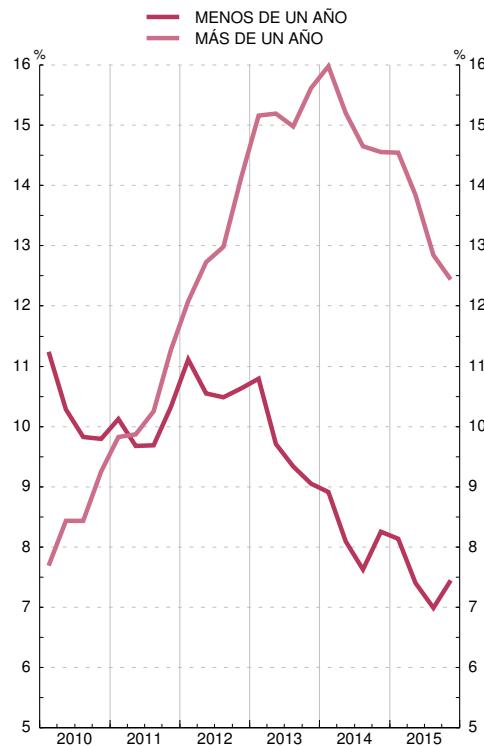
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

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	2	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	5	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	8	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	10	% sobre asalaria-dos	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-IV M 44	0,4		177	5,3	23,99	314	2,7	58	2,4	17,15	8,22	-16,3	15,10	-1,9			
15 I-IV M 202	1,9		335	9,5	25,13	481	4,0	52	2,1	16,94	7,49	-9,0	13,42	-11,2			
13 II M -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 M -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 M -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 M -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 M 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 M 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 M 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 M 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 M 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 M 178	1,6		358	10,1	26,15	434	3,6	102	4,4	16,32	6,98	-8,6	12,85	-12,4			
IV M 171	1,6		335	9,5	25,66	481	4,0	25	1,0	16,94	7,45	-10,4	12,44	-15,1			

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

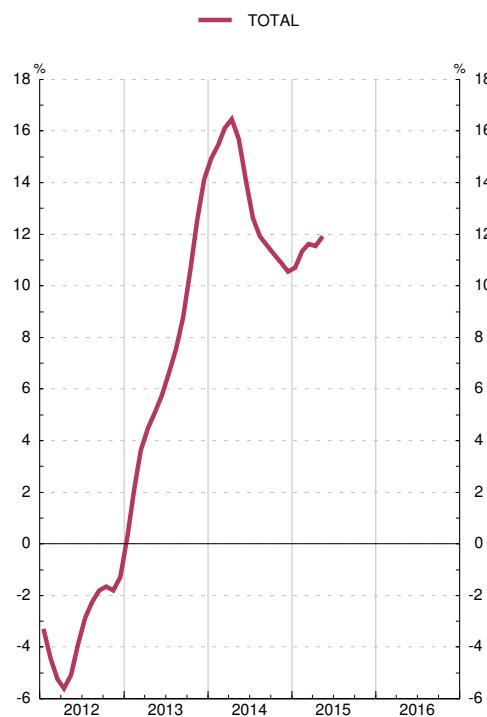
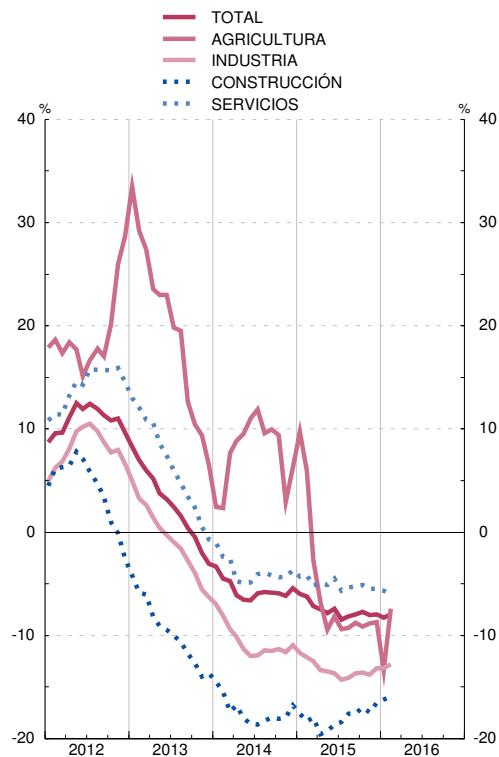
■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

	Paro registrado												Contratos					
	Total			Sin empleo anterior(a)		Anteriormente empleados (a)						Total		Porcentaje s/total			Total	
	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 12	1 T 12	1 T 12						Miles de personas	1 T 12	Indefinidos	Jornada parcial	De duración determinada	Miles de personas	1 T 12	
					Total	Agricultura	No agrícola											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
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
15	M	4 232	-344	-7,5	-4,5	-7,8	-5,5	-7,9	-13,3	-18,0	-5,0	1 548	11,1	8,16	35,45	91,84	1 554	9,2
15 E-F	M	4 519	-295	-6,1	-0,9	-6,6	7,8	-7,3	-11,9	-17,9	-4,3	1 297	10,4	9,30	33,23	90,70	1 279	7,8
16 E-F	M	4 152	-367	-8,1	-7,9	-8,1	-10,4	-8,0	-13,0	-16,0	-5,8	1 387	6,9	9,55	33,14	90,45	1 402	9,6
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	1 599	14,5
Dic		4 094	-354	-8,0	-8,0	-8,0	-8,7	-7,9	-13,2	-16,5	-5,5	1 595	15,2	6,76	33,04	93,24	1 484	2,9
16 Ene		4 151	-375	-8,3	-8,8	-8,2	-13,3	-7,9	-13,2	-16,2	-5,6	1 397	2,1	8,99	31,43	91,01	1 424	7,8
Feb		4 153	-359	-8,0	-7,1	-8,0	-7,4	-8,1	-12,8	-15,9	-6,0	1 377	12,3	10,12	34,84	89,88	1 380	11,5

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

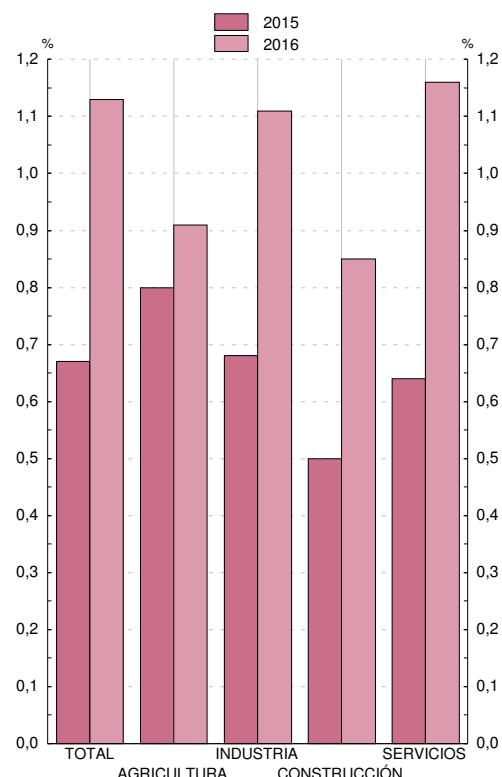
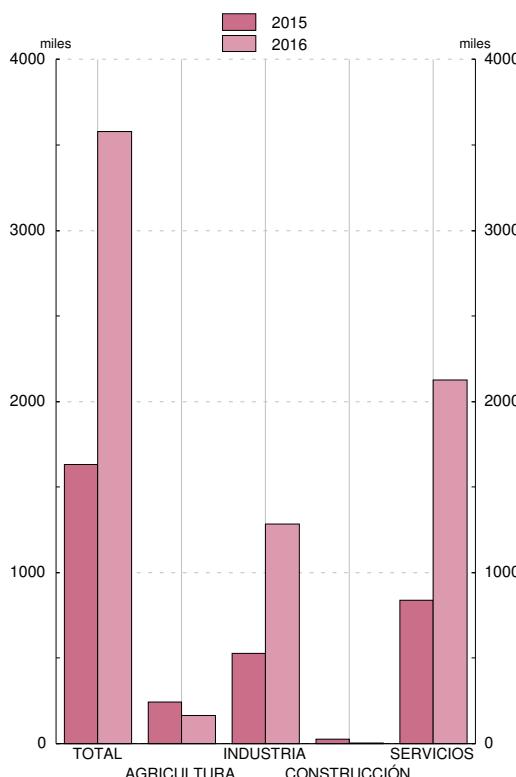
■ Serie representada gráficamente.

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 interanual	Agricul-tura	Indus-tria	Construcción	Servicios	Año de firma anterior al de efectos económicos	Año de firma igual al de efectos económicos	Total	Agricul-tura	Indus-tria	Construcción	Servicios
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
13	10 265	0,52	3 171	1 585	5 041	-1 038	229	1 411	351	3 049	...	0,57	0,95	0,49	0,58	0,58	
14	P 10 191	0,50	3 100	1 227	4 756	-285	393	1 421	16	2 927	0,54	0,62	0,57	0,68	0,58	0,63	0,54
15	P 7 044	0,81	3 998	2 487	6 485	1 729	492	1 830	666	3 497	0,71	0,79	0,74	0,80	0,76	0,79	0,71
14 Sep	P 10 094	0,50	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 10 180	0,50	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 10 190	0,50	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 10 191	0,50	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 6 699	0,80	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 6 702	0,80	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 6 705	0,80	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
Abri	P 6 813	0,80	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 6 817	0,80	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 6 855	0,80	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 6 951	0,81	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 6 952	0,81	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 6 997	0,81	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 7 043	0,81	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 7 044	0,81	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
Dic	P 7 044	0,81	3 998	2 487	6 485	1 729	492	1 830	666	3 497	0,71	0,79	0,74	0,80	0,76	0,79	0,71
16 Ene	P 3 378	1,13	3 107	23	3 130	2 096	154	1 172	3	1 801	1,08	1,49	1,08	0,91	1,14	0,59	1,06
Feb	P 3 378	1,13	3 525	52	3 577	1 945	166	1 282	2	2 127	1,13	1,16	1,13	0,91	1,11	0,85	1,16

TRABAJADORES AFECTADOS
Enero - Febrero

INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO
Enero - Febrero



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.

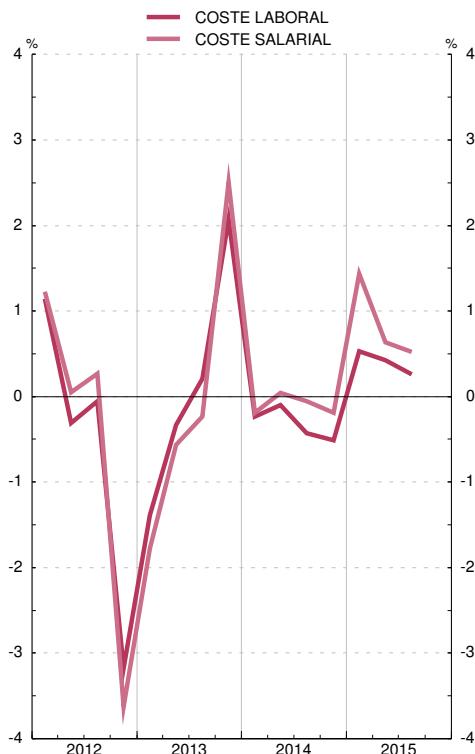
4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

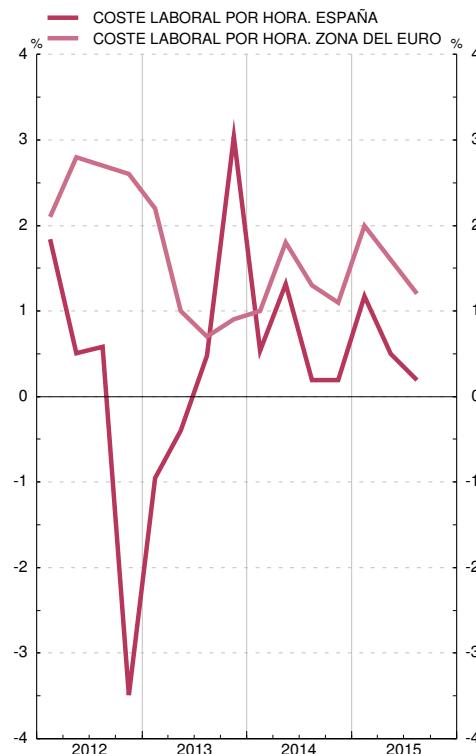
Tasas de variación interanual

	Mes	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			España (b)	Zona del euro (c)	
		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	2,6	
13	M	0,2	1,8	0,5	-0,1	0,5	0,0	1,9	0,5	-0,4	0,4	0,6	0,6	1,2	
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	0,4	-0,4	-0,7	0,7	0,3	0,9	0,3	-0,3	1,1	0,7	-0,9	0,6	1,6	
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	2,2	
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	1,0	
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	1,0	
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	1,3	
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	2,0	
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		0,3	-0,4	-0,3	0,5	-0,4	0,5	0,2	-0,1	0,7	-0,2	-0,5	0,2	1,2	

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. Corregida 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	1,5	2,4	-0,4	-2,6	-0,8	-4,9	-0,5
13	P	-0,2	1,2	2,6	2,0	1,7	1,6	1,9	0,4	-1,7	-0,3	-3,5	-0,7
14	A	-0,8	1,1	0,1	1,6	-0,6	1,4	0,3	0,3	1,4	1,1	1,1	1,2
13 /	P	-1,1	1,8	2,7	2,6	0,9	1,5	2,1	-0,2	-2,7	-1,2	-4,7	-0,9
//	P	-1,0	1,0	3,3	2,2	1,1	1,5	2,1	0,5	-2,1	-0,5	-4,2	-0,9
/I	P	-0,4	1,1	2,6	2,9	1,4	1,7	1,8	0,6	-1,5	-0,1	-3,3	-0,7
/V	P	1,9	0,8	2,0	0,3	3,6	1,7	1,7	0,9	-0,3	0,6	-1,9	-0,3
14 /	A	-1,7	0,8	-0,5	1,1	-0,6	1,7	1,2	0,9	0,4	1,3	-0,7	0,8
//	A	-0,7	1,1	-0,4	1,6	-0,5	1,3	0,2	0,2	1,2	0,9	1,0	1,2
/I	A	-0,7	1,2	0,8	1,4	-0,7	1,2	0,0	0,0	1,7	1,0	1,7	1,3
/V	A	-0,2	1,3	0,7	2,2	-0,5	1,4	-0,3	0,1	2,1	1,2	2,4	1,4
15 /	A	0,9	0,9	0,2	0,9	0,7	1,2	-0,2	0,4	2,7	1,6	2,9	1,8
//	A	0,1	0,7	-0,3	0,4	0,3	1,3	0,3	0,6	3,2	1,9	2,9	1,9
/I	A	-0,2	0,6	-0,9	0,3	0,1	1,1	0,3	0,5	3,4	1,9	3,1	2,0
/V	A	0,4	...	-1,7	...	0,9	...	0,5	...	3,5	1,8	3,0	...

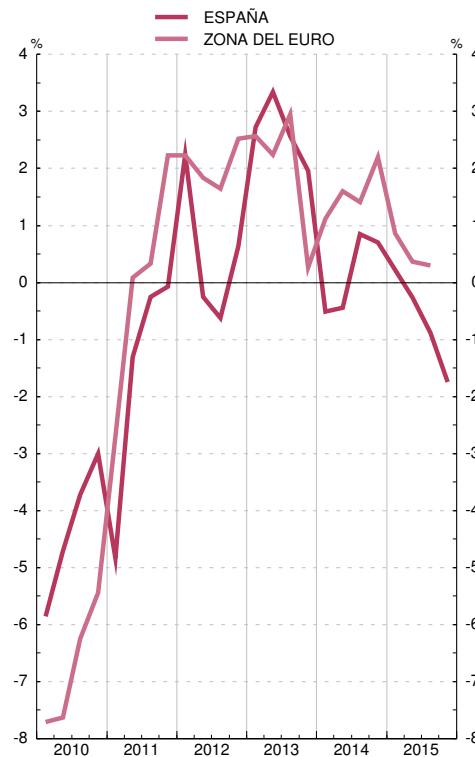
COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL

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

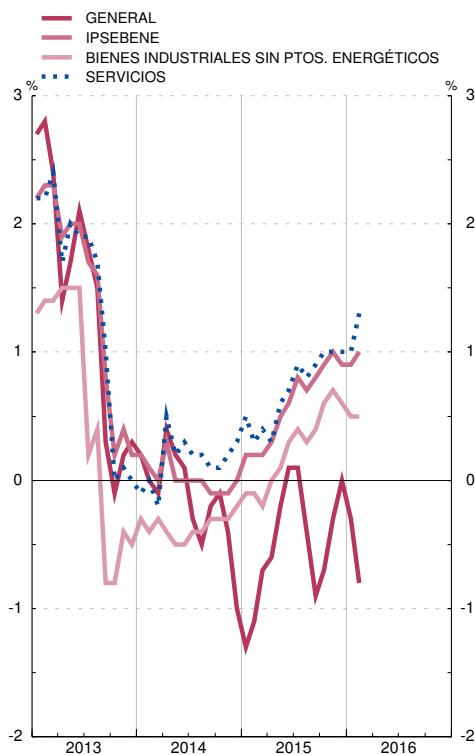
■ Serie representada gráficamente.

Índices y tasas de variación interanual

	Serie original	Índice general (100%)				Tasa de variación interanual ($\frac{1}{12}$)						Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2005)	
		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	1 T 12	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
15	M	103,2	—	-0,5	-	1,8	0,9	0,3	-9,0	0,7	0,6	...	...
15	E-F	101,9	-0,7	-1,2	-1,5	0,1	-0,0	-0,1	-10,8	0,4	0,2	...	...
16	E-F	101,3	-1,2	-0,5	-2,1	2,1	1,4	0,5	-12,1	1,1	0,9	...	...
14	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	...	...
	Nov	103,8	0,4	-0,3	0,3	2,4	1,4	0,7	-10,0	1,0	1,0	...	...
	Dic	103,5	-0,3	-	-	2,5	1,4	0,6	-7,5	1,0	0,9	...	...
16	Ene	101,5	-1,9	-0,3	-1,9	3,3	1,4	0,5	-10,3	1,0	0,9	...	...
	Feb	101,2	-0,4	-0,8	-2,3	0,8	1,3	0,5	-14,1	1,3	1,0	...	...

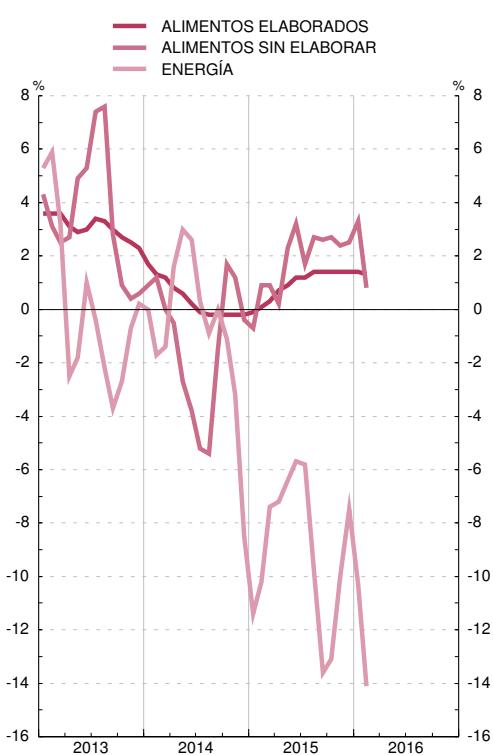
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES

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				
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	-0,5	-0,3	-0,8	-1,9	-0,0	1,2		
14	E-D	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	
15	E-D	M P	-0,6	0,0	-1,4	-0,8	1,2	1,0	0,9	0,6	1,5	1,6	-2,9	-1,8	0,1	0,3	-9,0	-6,8	0,5	1,2	
14	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		-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	
	Nov		-0,4	0,1	-1,3	-0,6	1,7	1,5	1,5	0,7	1,9	2,7	-2,9	-1,7	0,4	0,5	-9,9	-7,3	0,9	1,2	
	Dic	P	-0,1	0,2	-0,7	-0,5	1,7	1,2	1,5	0,7	2,0	2,0	-2,1	-1,3	0,4	0,5	-7,4	-5,8	0,8	1,1	

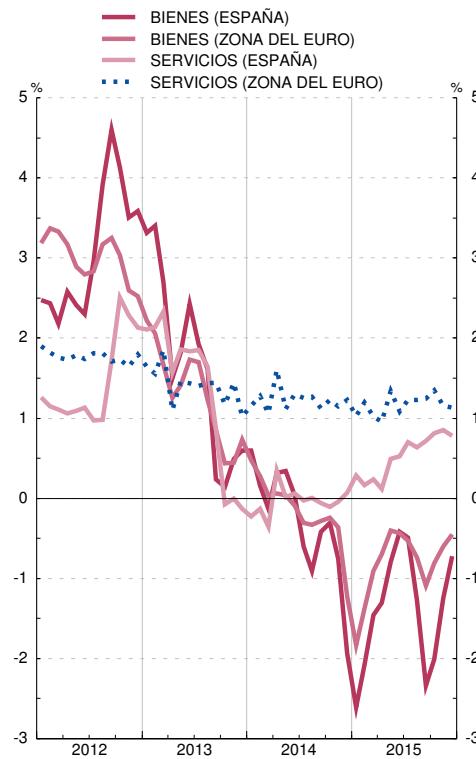
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL

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.eurostat.eu.int)

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

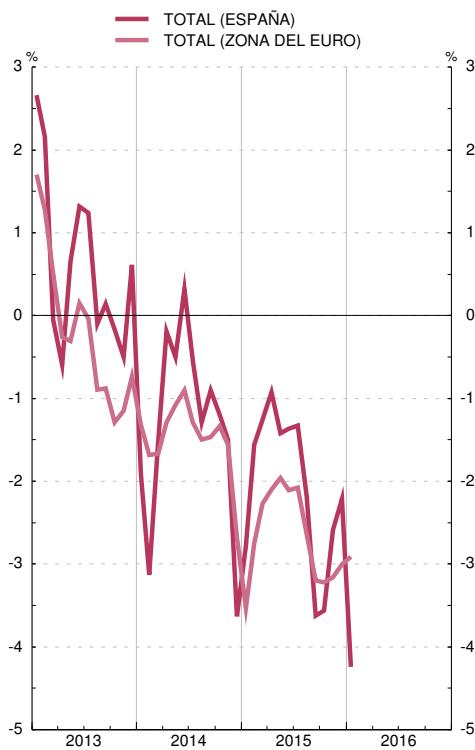
■ Serie representada gráficamente.

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 ₁₂	Total	Bienes de consumo	Bienes de inversión	Bienes Intermedios	Energía									
													1	2	3	4	5	
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	
15	MP	107,9	—	-2,1	—	1,1	—	0,8	—	-0,7	—	-8,8	-2,7	-0,6	0,7	-1,3	-8,1	
15	E-E	107,4	—	-2,8	—	0,9	—	0,6	—	-1,2	—	-10,4	-3,5	-0,9	0,7	-1,7	-10,5	
16	E-E	102,8	—	-4,2	—	0,5	—	0,7	—	-1,7	—	-15,1	-2,9	-0,1	0,4	-1,6	-8,6	
14	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	-1,6	-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	-2,8	-0,7	0,7	-1,7	-8,1	
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	-6,8	
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	-6,4	
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	-6,8	
Jul		110,1	0,1	-1,3	0,3	1,3	0,1	0,9	-0,2	-0,1	0,3	-7,1	-2,1	-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	-8,2	
Sep		107,2	-0,9	-3,6	-0,2	1,3	0,3	0,9	-0,5	-0,9	-2,9	-14,3	-3,2	-0,4	0,6	-1,5	-10,0	
Oct		106,4	-0,8	-3,6	-0,4	1,2	-0,2	0,8	-0,6	-1,5	-1,7	-13,4	-3,2	-0,1	0,6	-1,9	-9,8	
Nov	P	106,3	-0,2	-2,6	-0,2	0,9	0,0	1,0	-0,6	-1,8	0,4	-9,4	-3,2	-0,2	0,6	-2,1	-9,3	
Dic	P	105,5	-0,7	-2,2	-0,1	0,7	0,0	0,9	-0,2	-1,6	-2,4	-7,8	-3,0	-0,3	0,6	-1,9	-8,9	
16	Ene	P	102,8	-2,5	-4,2	0,2	0,5	0,1	0,7	-0,4	-1,7	-9,8	-15,1	-2,9	-0,1	0,4	-1,6	-8,6

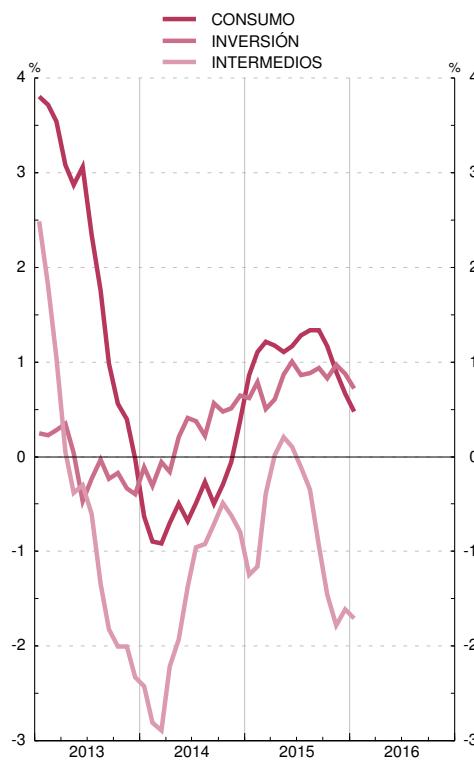
ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL

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.

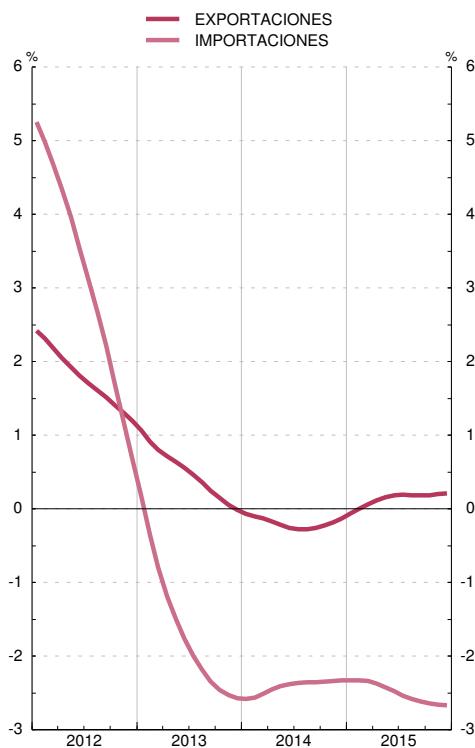
5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

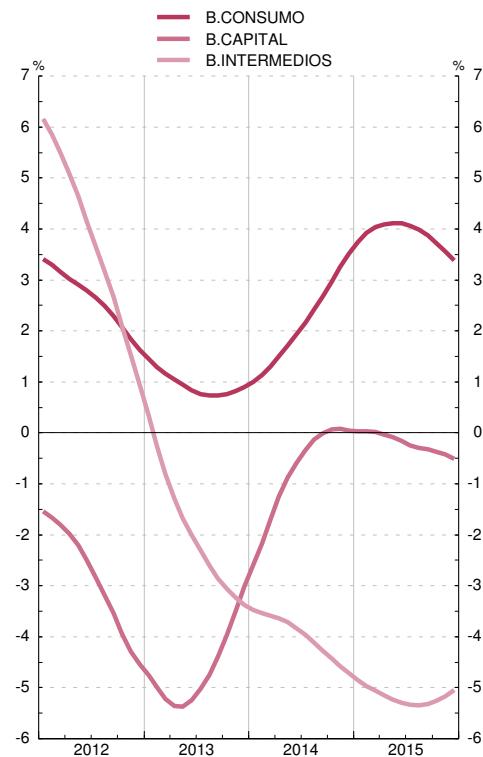
Tasas de variación interanual

	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-D	-1,0	0,3	-2,1	-1,6	-5,2	-1,4	-2,4	1,1	-2,1	-3,5	-6,8	-1,6
15 E-D	0,6	3,0	-1,5	-0,9	-22,2	1,6	-2,6	7,0	5,6	-6,9	-25,8	1,7
14 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
Abt	-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
Oct	0,7	2,9	-6,1	0,2	-18,6	2,2	-2,5	6,3	-3,1	-6,0	-26,3	2,6
Nov	0,1	4,1	-5,4	-1,9	-25,4	0,5	-2,9	5,4	6,7	-7,4	-28,3	0,3
Dic	-0,5	4,4	3,1	-4,7	-25,9	-2,5	-5,7	3,4	6,2	-10,8	-28,5	-4,1

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



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



FUENTES: ME, MHAP y BE.

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

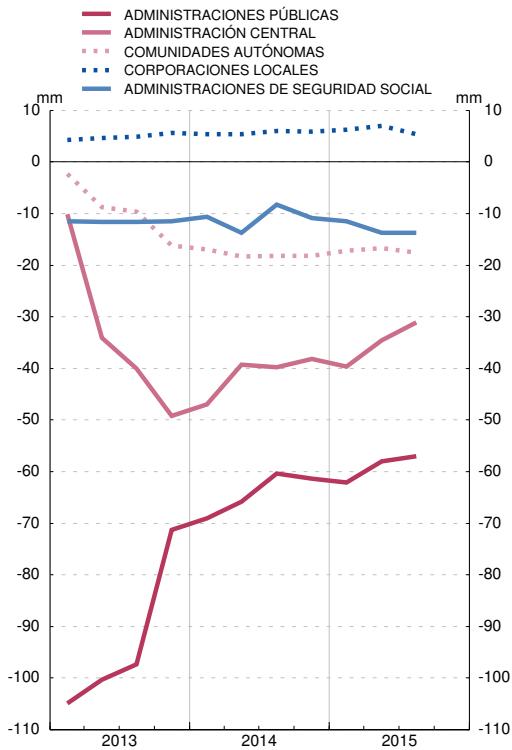
a.Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS).

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

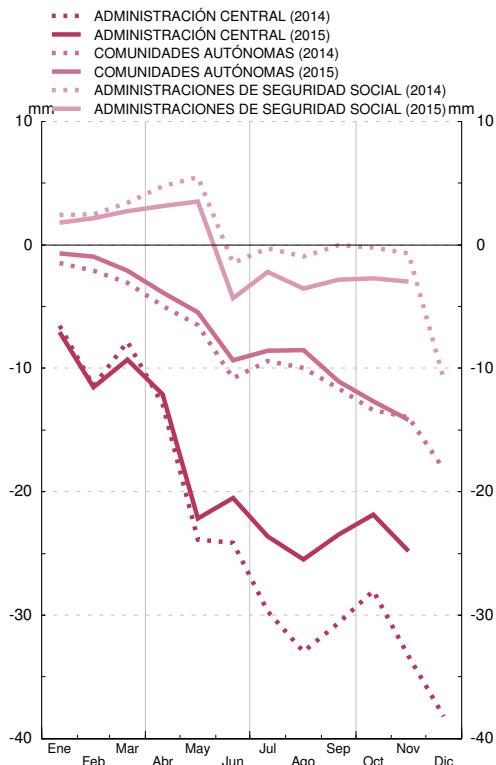
■ Serie representada gráficamente.

		Administración Central					Millones de euros	
		Total		Comunidades Autónomas		Corporaciones Locales	Administraciones de Seguridad Social	
		Del cual:		(b)				
		1 = 2+4+5+6	2	3	4	5	6	
13	P	-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 /IV	P	-23 285	-7 598	-7 700	-6 568	1 753	-10 872	
15 I	A	-7 350	-9 281	-10 561	-2 075	1 274	2 732	
II	A	-24 633	-11 237	-12 120	-7 275	956	-7 077	
III	A	-1 692	-2 948	-2 842	-1 707	1 447	1 516	
14 E-N	P	...	-33 316	-35 372	-13 972	...	-719	
15 E-N	A	...	-24 835	-27 523	-14 204	...	-2 998	
15 Ene	A	...	-7 072	-6 508	-674	...	1 786	
Feb	A	...	-4 467	-6 439	-258	...	388	
Mar	A	...	2 258	2 386	-1 143	...	558	
Abr	A	...	-2 831	-2 661	-1 780	...	429	
May	A	...	-10 071	-9 949	-1 612	...	372	
Jun	A	...	1 665	490	-3 883	...	-7 878	
Jul	A	...	-3 102	-3 183	761	...	2 167	
Ago	A	...	-1 893	-1 717	85	...	-1 370	
Sep	A	...	2 047	2 058	-2 553	...	719	
Oct	A	...	1 598	1 513	-1 615	...	127	
Nov	A	...	-2 967	-3 513	-1 532	...	-296	

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.

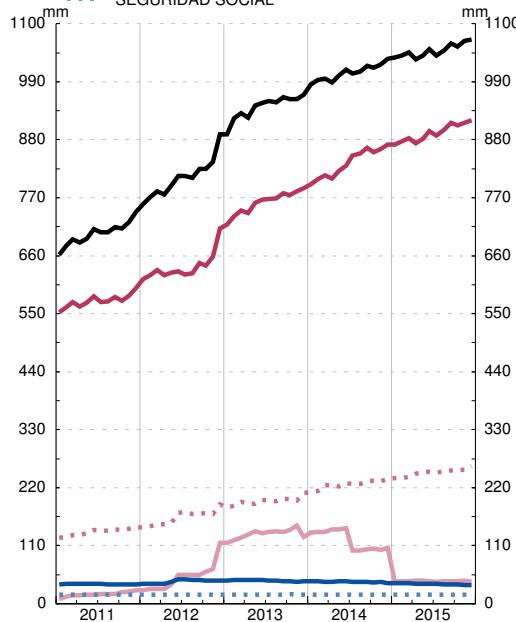
Millones de euros

	Total	Por administraciones						Por instrumentos								
		Administración Central (b)		Comuni-dades Autónomas	Corpora-ciones Locales	Adminis-traciones de Seguridad Social	Deuda en poder de Adminis-traciones 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)	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	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	1 046 033	883 367	43 012	240 383	38 276	17 190	176 194	3 878	839 437	75 220	764 216	202 719	13 800	188 919
	Apr	P	1 032 176	872 920	43 522	246 275	38 266	17 188	185 995	3 892	828 782	74 749	754 033	199 501	13 731	185 770
	May	P	1 040 036	881 938	43 460	248 900	37 846	17 187	189 296	3 916	837 777	75 599	762 177	198 343	12 993	185 350
	Jun	P	1 052 461	896 281	41 913	249 922	37 724	17 196	190 575	3 948	850 874	75 764	775 110	197 639	13 917	183 722
	Jul	A	1 039 751	887 981	41 856	249 585	37 288	17 193	194 152	3 981	842 416	77 605	764 811	193 354	13 698	179 656
	Ago	A	1 049 019	898 528	41 965	250 423	36 856	17 199	195 952	4 001	852 751	78 909	773 842	192 266	11 943	180 323
	Sep	A	1 062 717	912 054	42 068	253 163	36 858	17 197	198 623	4 018	864 214	79 374	784 840	194 485	13 489	180 996
	Oct	A	1 057 036	907 292	42 903	253 290	36 188	17 186	199 823	4 025	860 104	79 564	780 540	192 907	12 711	180 197
	Nov	A	1 068 164	911 669	43 248	254 352	35 475	17 194	193 772	4 040	871 822	81 048	790 774	192 303	12 119	180 184
	Dic	A	1 070 279	916 992	41 622	261 268	35 147	17 188	201 939	4 056	876 625	80 798	795 827	189 597	11 239	178 358

DEUDA SEGÚN EL PDE DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Por subsectores. Miles de millones de euros

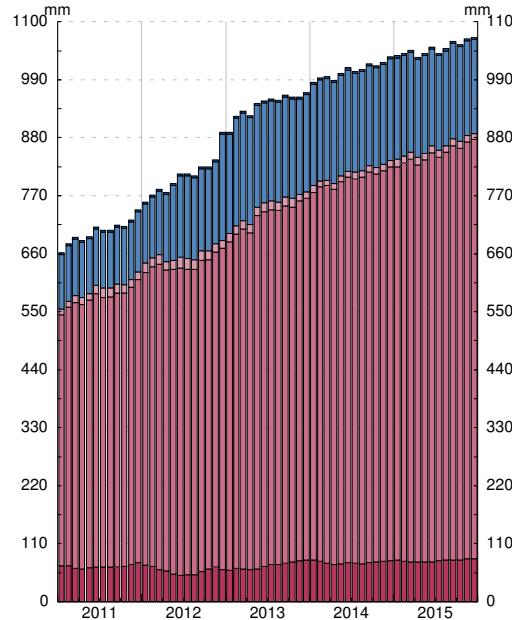
- ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
- ESTADO
- ORGANISMOS DE LA ADMÓN. CENTRAL
- ... COMUNIDADES AUTÓNOMAS
- CORPORACIONES LOCALES
- SEGURIDAD SOCIAL



DEUDA SEGÚN EL PDE DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Por instrumentos. Miles de millones de euros

- VALORES A CORTO PLAZO
- VALORES A MEDIO Y LARGO PLAZO
- PRÉSTAMOS A CORTO PLAZO
- PRÉSTAMOS A LARGO PLAZO
- EFECTIVO Y DEPÓSITOS



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 diciembre 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 impues- tos so- bre los produc- tos y sobre importa- ciones excepto IVA	Interes- es y otras rentas de la propie- dad	Impues- tos sobre la renta y el patri- monio	Resto	Total	Remue- ne- ración de asala- riados	Interes- ses	Trans- feren- cias corrien- tes y de capital entre Adminis- traciones Públicas	Ayudas a la inver- sión y otras transfe- rencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingre- sos líqui- dos	Pagos líqui- dos		
	1 = 2-8	2 = 3a7	3	4	5	6	7	8 = 9a13	9	10	11	12	13	14=	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-N	P -35 372	155 695	53 841	20 676	7 154	56 359	17 665	191 067	15 553	27 742	113 435	727	33 610	-26 498	117 150	143 647	
15 E-N	A -27 523	163 001	58 032	21 719	3 810	59 163	20 277	190 524	15 958	26 988	111 292	987	35 299	-11 616	131 800	143 415	
14 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	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	
Apr	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 2 058	18 014	8 535	2 253	158	5 508	1 560	15 956	1 340	2 265	9 328	66	2 957	-4 908	4 231	9 139	
Oct	A 1 513	18 120	3 870	1 917	180	10 658	1 495	16 607	1 495	2 480	9 338	150	3 144	14 943	23 679	8 736	
Nov	A -3 513	12 968	4 255	2 293	208	4 466	1 746	16 481	1 381	2 344	9 413	89	3 254	-8 928	8 787	17 716	

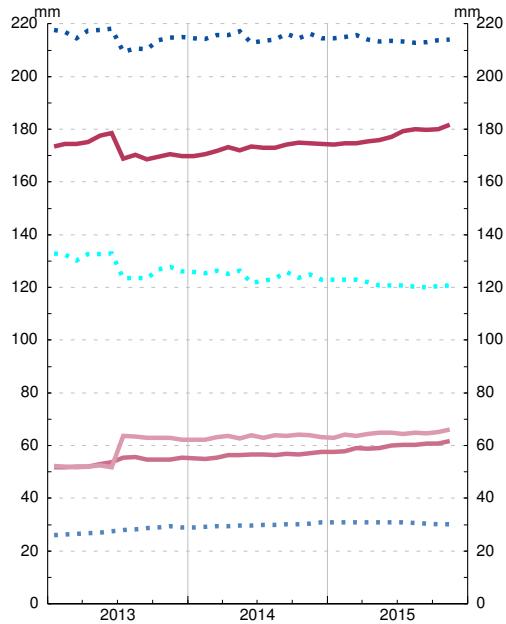
ESTADO. CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN Y DÉFICIT DE CAJA
Suma móvil 12 meses

CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN
DÉFICIT DE CAJA



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

TOTAL RECURSOS
IVA
IMPUESTOS SOBRE LA RENTA Y EL PATRIMONIO
TOTAL EMPLEOS
INTERESES
TRANSFERENCIAS ENTRE APP



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

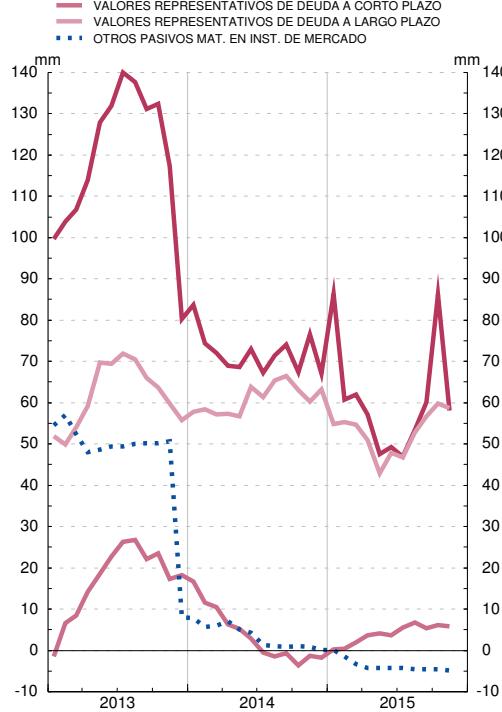
6.4. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

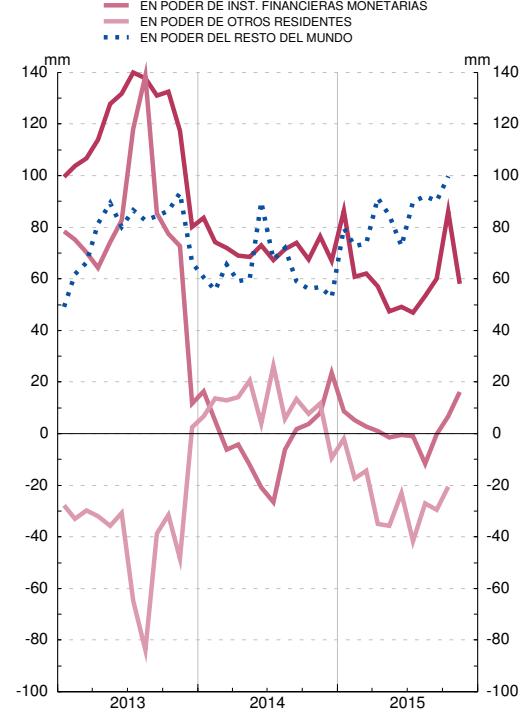
Millones de euros

Capaci- dad (+) o necesi- dad (-) de fi- nancia- ción	Adquisiciones netas de activos financieros			Pasivos netos contraídos								Contra- cción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendien- tes de pago)			
	Total	Del cual		Por instrumentos						Por sectores de contrapartida					
		Del cual		Total	En monedas distintas de la peseta/ euro	Valores representativos de deuda a corto plazo	Valores representativos de deuda a largo plazo (a)	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (b)	Otras cuentas pendientes de pago	Total	Instituciones financieras monetarias	Otros sectores residentes		
		Total	Depó- sitos en el Banco de España	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-N	P -35 372	14 016	-90	49 388	238	-2 391	53 378	-946	-343	-310	13 533	23 129	-9 596	35 855	49 697
15 E-N	A -27 523	12 908	7 990	40 431	-2	5 272	48 902	-970	-5 347	-7 426	-8 910	15 613	-20 159	64 912	47 856
14 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	-2 191	-4 097	1 906	23 960	-3 422
Feb	A -6 439	-26 149	-5 989	-19 710	2	-877	12 562	-	-1 381	-30 013	-18 792	-4 363	-14 429	-917	10 303
Mar	A 2 386	13 668	-0	11 282	2	-1 076	12 779	-	-1 517	1 096	8 431	790	7 641	2 851	10 186
Abr	A -2 661	-15 128	-1	-12 467	-17	78	-11 918	-970	8	335	-25 005	-1 815	-23 190	12 538	-12 801
May	A -9 949	1 274	0	11 223	2	1 374	9 901	-	25	-77	7 548	575	6 973	3 675	11 300
Jun	A 490	15 295	2	14 805	2	-644	17 344	-	-4	-1 892	6 032	885	5 148	8 772	16 696
Jul	A -3 183	-15 841	-1	-12 658	2	1 843	-11 756	-	-2 526	-219	-13 380	-10 811	-2 569	722	-12 439
Ago	A -1 717	11 749	11 989	13 466	2	1 515	12 202	-	21	-271	4 586	7 195	-2 609	8 881	13 737
Sep	A 2 058	18 680	5 503	16 622	2	847	15 321	-	6	449	22 076	20 813	1 263	-5 454	16 173
Oct	A 1 513	13 182	9 997	11 669	-3	615	-10 362	-	-4	21 419	1 784	2 078	-294	9 884	-9 751
Nov	A -3 513	-19 084	-19 500	-15 571	2	192	7 666	-	15	-23 445	...	4 364	...	...	7 873

ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR INSTRUMENTOS
Suma móvil de 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

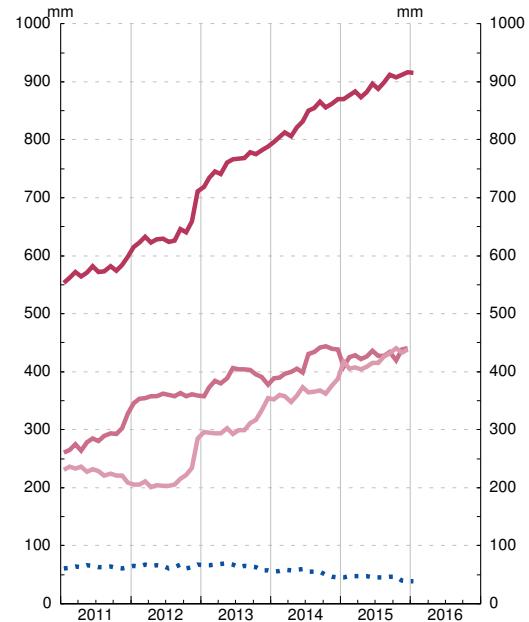
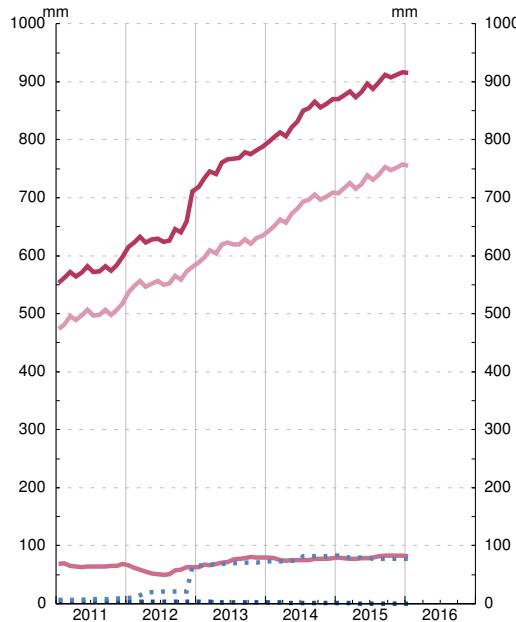
Del cual:	Deuda según el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE) (a)							Pro memoria:								
	Por instrumentos		Por sectores de contrapartida					Depósitos en el Banco de España incluyendo Subastas de liquidez del Tesoro	Avales concedidos							
	Total	En monedas distintas del euro	Valores representativos de deuda a corto plazo	Valores representativos de deuda a largo plazo (b)	Créditos del Banco de España	Resto de deuda PDE (c)	Total		Administraciones Públicas	Otros sectores residentes	Resto del mundo	Total	Concedidos a otras AAPP	A FEEF (d)	A Entidades de crédito (e)	
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11	12	13	14	15
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	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
	Apr	P 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	P 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	P 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	480 437	46 201	434 236	431 617	34 843	112 798	23 779	39 382	3 723
	Oct	A 907 292	278	82 922	747 392	-	76 978	466 505	46 482	420 023	440 787	55 069	113 740	24 778	39 382	3 723
	Nov	A 911 669	284	83 105	751 588	-	76 976	478 312	39 563	438 749	433 357	35 080	112 896	24 778	39 382	2 888
	Dic	A 916 992	272	82 435	757 572	-	76 984	478 401	38 275	440 126	438 591	26 564	107 913	23 028	37 906	2 888
16	Ene	A 915 378	262	82 024	755 605	-	77 749	...	38 225	...	...	39 837	108 495	23 028	38 521	2 888

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

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

— DEUDA DEL ESTADO
— VALORES REPRESENTATIVOS DE DEUDA A CORTO PLAZO
— VALORES REPRESENTATIVOS DE DEUDA A LARGO PLAZO
• CRÉDITOS DEL BANCO DE ESPAÑA
— OTROS PASIVOS

— DEUDA DEL ESTADO
— OTROS SECTORES RESIDENTES
— RESTO DEL MUNDO
— ADMINISTRACIONES PÚBLICAS



FUENTE: BE.

- a. 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.
- b. Incluye Letras del Tesoro emitidas a más de un año.
- c. Incluye los préstamos del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), otros préstamos, valores no negociables y moneda en circulación.
- d. Facilidad Europea de Estabilización Financiera.

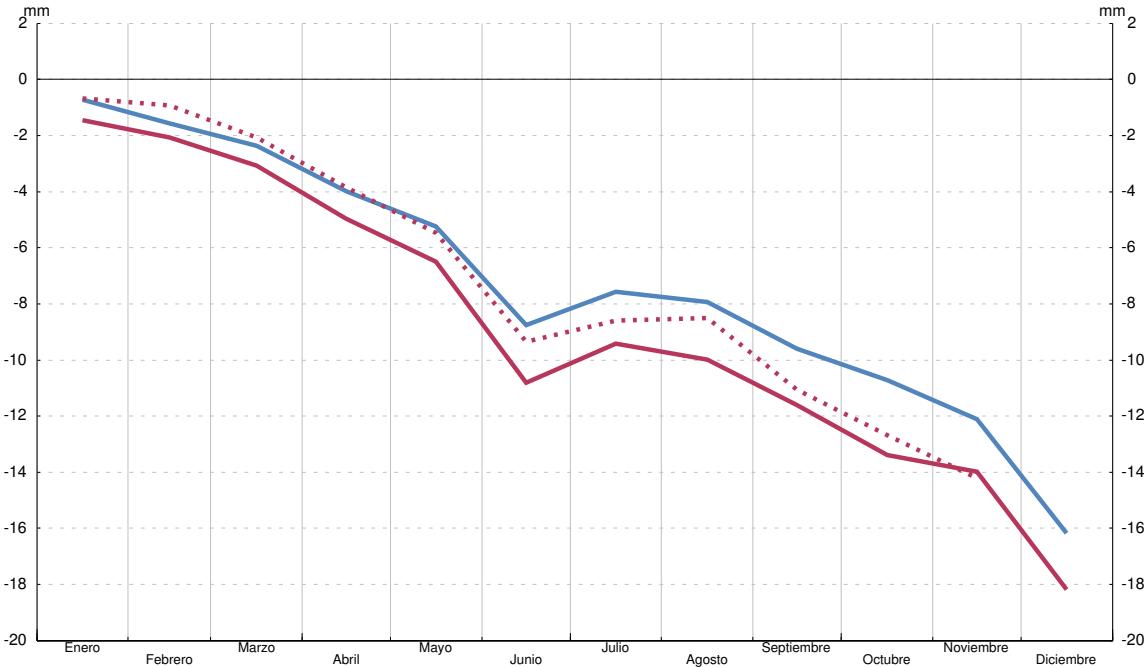
6.6. COMUNIDADES AUTÓNOMAS. CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN

																		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 /V	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
II	A -7 275	-913	-235	-123	-171	-244	-57	-207	-312	-992	-187	-332	-36	-1 293	-274	-307	-314	-1 278
III	A -1 707	-175	-95	39	235	161	17	41	-31	-1 954	-23	117	6	14	-96	40	108	-111
14 E-N	P -13 972	-2 438	-431	-113	-300	-110	-121	-461	-432	-4 091	-386	-418	-66	-2 436	-676	-55	417	-1 855
15 E-N	A -14 204	-1 888	-547	-125	-99	-132	-100	-441	-562	-4 511	-329	-280	-78	-2 249	-614	-131	-180	-1 938
15 Ene	A -674	-188	-39	6	14	-2	-23	-26	-1	-106	-36	73	52	-208	-34	40	-10	-186
Feb	A -258	16	-29	16	-31	-38	-18	-8	-84	-205	-34	-7	-7	-128	-19	108	120	90
Mar	A -1 143	-290	-35	-20	-36	58	-	-78	-16	-354	-	-51	-18	-140	-80	-103	37	-17
Abr	A -1 780	-22	-84	-3	51	-131	3	-21	-62	-419	-48	-57	-1	-363	-79	4	-81	365
May	A -1 612	-208	-21	-15	-24	32	-5	-26	-6	-263	-43	-82	-7	-354	-42	-188	-7	-353
Jun	A -3 883	-683	-130	-105	-96	-145	-55	-160	-244	-310	-96	-193	-28	-576	-153	-123	-226	-560
Jul	A 761	-186	-33	45	317	-33	21	55	43	-67	-	128	15	233	-5	8	-8	228
Ago	A 85	157	-30	-12	-48	110	13	6	-41	-95	-9	14	3	-87	-48	178	112	-138
Sep	A -2 553	-146	-32	6	-34	84	-17	-20	-33	-1 792	-14	-25	-12	-132	-43	-146	4	-201
Oct	A -1 615	-196	-52	-19	-68	-74	-12	-105	3	-499	13	-114	-13	-183	-65	144	-131	-244
Nov	A -1 532	-142	-62	-24	-42	7	-7	-58	-121	-401	-62	34	-62	-311	-46	-53	10	-192

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

Datos acumulados enero fecha

— Acumulado Enero a Diciembre de 2013
 — Acumulado Enero a Diciembre de 2014
 ... Acumulado Enero a Noviembre de 2015



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

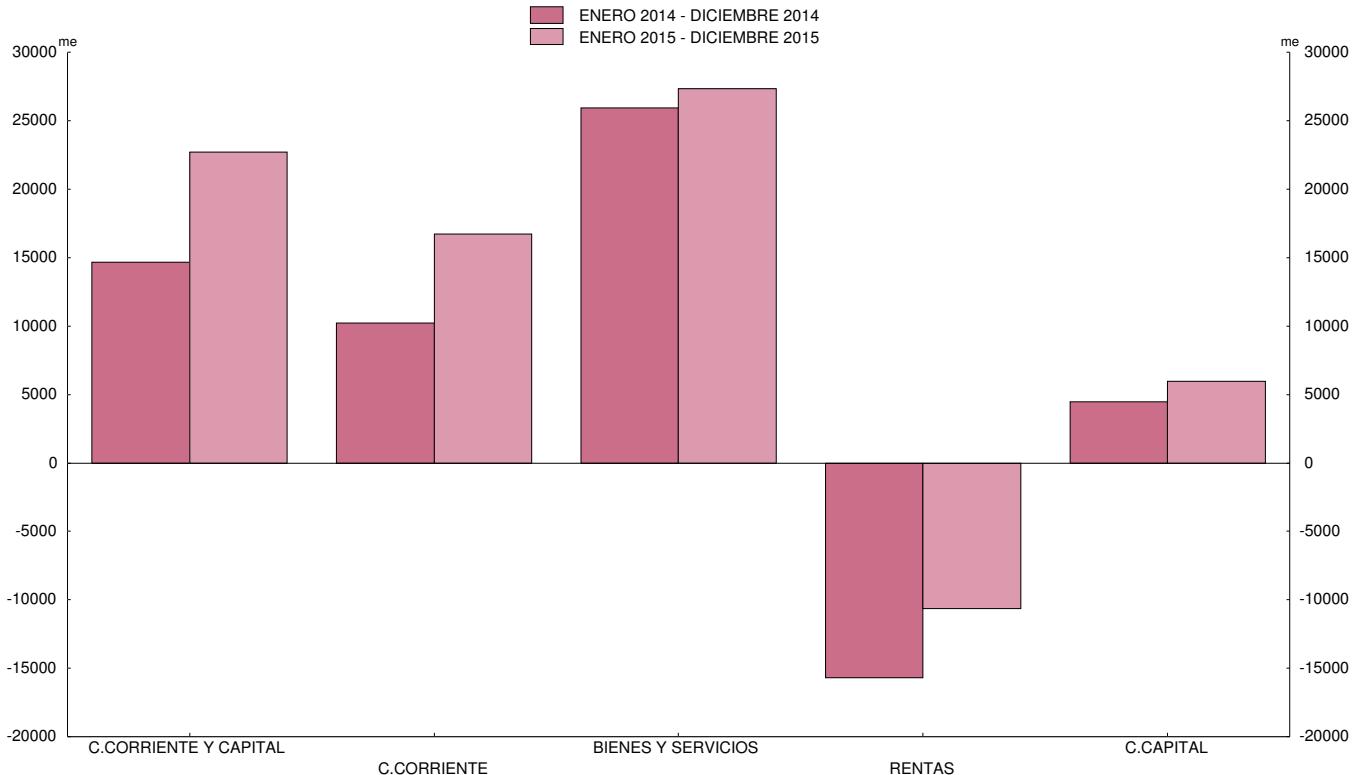
**7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO.
RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE**

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

Cuenta corriente (a)															
	Total (saldo)	Bienes y servicios					Rentas primaria y secundaria					Cuenta de capital (saldo) (a)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo) 11=1+10		
		Saldo	Ingresos		Pagos		Saldo	Ingresos	Pagos						
			Total	Turismo y viajes	Total	Turismo y viajes									
		1=2+7	2=3-5	3	4	5	6	7=8-9	8	9	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-D	P	10 238	25 955	338 848	49 010	312 892	13 572	-15 717	63 655	79 372	4 448	14 686			
15 E-D	A	16 706	27 367	358 013	50 924	330 646	15 653	-10 661	64 630	75 292	5 990	22 695			
14 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			
Apr	P	-224	1 330	28 305	3 244	26 975	1 041	-1 554	4 801	6 355	723	499			
May	P	1 587	3 222	29 633	4 261	26 411	888	-1 635	5 611	7 246	1 017	2 604			
Jun	P	1 657	2 533	32 616	4 965	30 083	1 576	-876	5 588	6 464	505	2 162			
Jul	P	2 929	4 795	34 327	6 400	29 532	1 771	-1 867	4 932	6 799	675	3 604			
Ago	P	1 481	3 109	27 153	6 833	24 044	1 766	-1 627	4 272	5 899	904	2 385			
Sep	P	1 695	2 265	32 314	5 595	30 048	1 723	-570	4 610	5 180	413	2 108			
Oct	A	2 388	3 316	32 096	5 040	28 780	1 457	-928	4 660	5 588	35	2 423			
Nov	A	2 110	2 040	30 026	3 203	27 986	1 364	70	5 941	5 871	110	2 221			
Dic	A	4 489	531	28 644	2 655	28 113	1 189	3 958	10 446	6 488	921	5 409			

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).

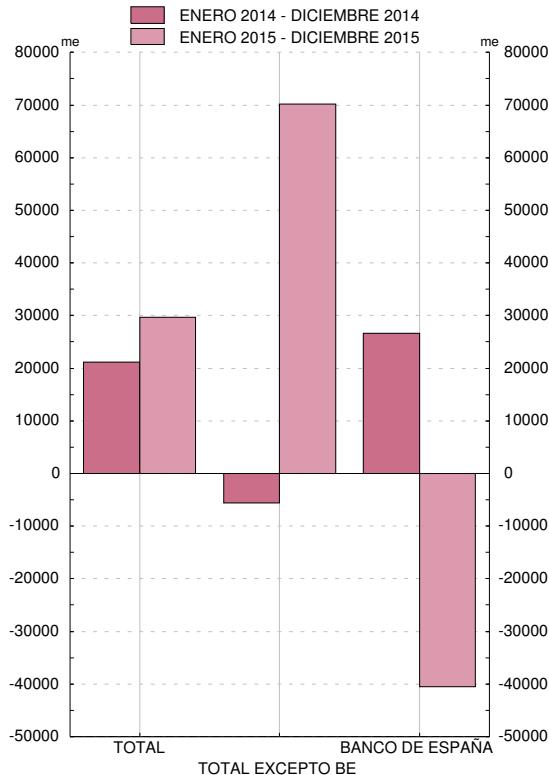
**7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO.
DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)**

■ Serie representada gráficamente.

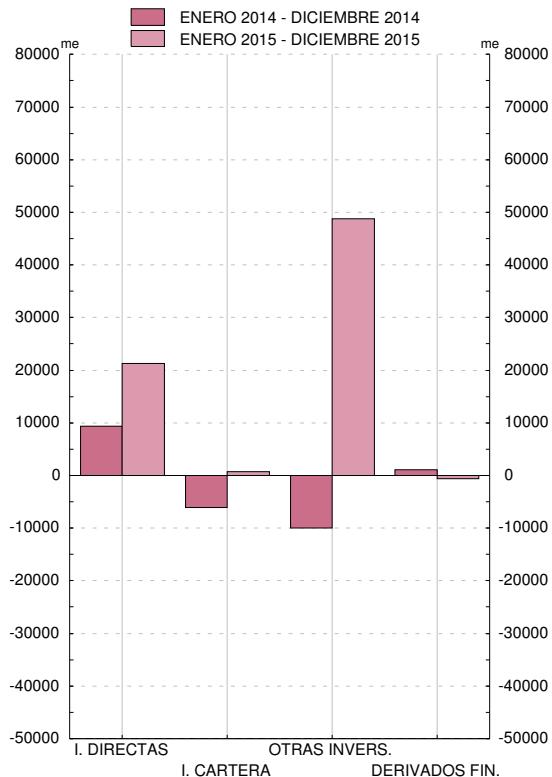
Millones de euros

Cuenta finan-ciera (VNA-VNP)	Total (VNA-VNP)	Total, excepto Banco de España										Banco de España				
		Inversión directa			Inversión de cartera			Otra inversión (a)			Deri-vados finan-cieros netos (VNA-VNP) 13=14+15+16	Total (VNA-VNP) 14	Reser-vas 15	Posición neta BE fren-te al Euro-sistema (b)	Otros BE 16	
		Saldo (VNA-VNP) 3=4-5	VNA 4	VNP 5	Saldo (VNA-VNP) 6=7-8	VNA 7	VNP 8	(c)	Saldo (VNA-VNP) 9=10-11	VNA 10	VNP 11					
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-D	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		
15 E-D	A 29 651	70 222	21 345	41 680	20 335	700	55 944	55 244	48 824	16 572	-32 252	-647 -40 571	5 070 -50 929	5 289		
14 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 11 893	-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		
Abri	P -4 264	-10 323	-1 779	5 321	7 101	-7 848	9 982	17 830	-390	-9 147	-8 757	-306 6 059	1 6 926	-867		
May	P 7 071	8 818	11 509	10 527	-982	5 208	10 581	5 373	-7 868	-5 903	1 965	-32 -1 746	84 -2 989	1 158		
Jun	P 8 719	21 957	5 369	2 024	-3 345	7 394	5 666	-1 728	9 425	5 843	-3 583	-232 -13 239	32 -14 489	1 219		
Jul	P -860	-751	709	5 259	4 550	-2 662	-54	2 608	969	4 417	3 448	233 -109	-97 1 203	-1 215		
Ago	P 3 996	4 522	123	2 397	2 275	-7 147	2 777	9 923	11 811	474	-11 337	-264 -527	131 -158	-500		
Sep	P 6 941	6 181	3 283	1 798	-1 485	13 022	757	-12 265	-10 076	4 724	14 800	-48 761	52 2 048	-1 340		
Oct	A 10 349	4 634	-1 519	1 389	2 908	-2 593	5 156	7 749	8 613	-3 482	-12 095	132 5 715	60 2 996	2 659		
Nov	A -1 860	9 802	5	742	738	7 408	2 444	-4 964	2 114	9 659	7 545	276 -11 662	97 -13 160	1 400		
Dic	A 8 041	19 011	3 056	4 545	1 489	-8 721	-9 314	-593	24 312	-1 127	-25 439	363 -10 970	50 -12 803	1 782		

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 FRENTA A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. EXPORTACIONES Y EXPEDICIONES

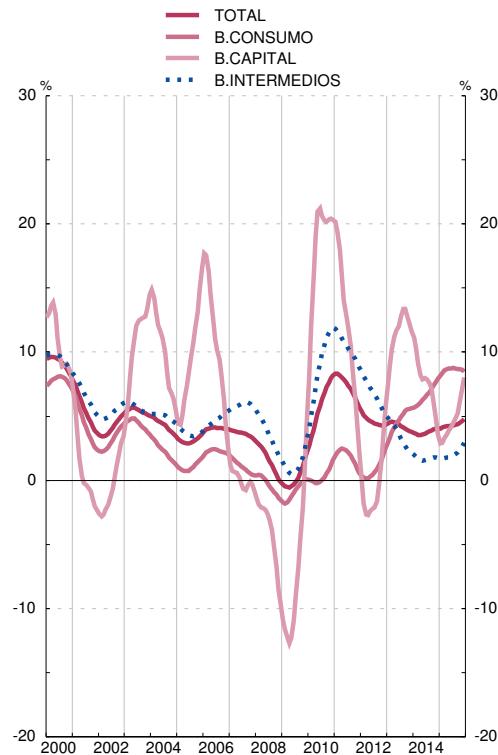
■ Serie representada gráficamente.

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:	Estados Unidos					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
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	240 582	2,0	2,0	3,0	4,6	7,4	1,4	10,8	0,6	3,5	3,7	3,9	21,6	-8,6	3,0	45,8	
P	240 582	2,0	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 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
Oct	P	22 169	-0,8	-1,5	8,8	-2,3	-7,5	-16,0	-6,9	3,8	1,6	2,1	-4,3	-9,5	-5,1	10,8	-43,5
Nov	P	21 655	8,6	8,5	13,9	22,0	2,6	4,4	2,4	11,3	8,9	11,4	-6,9	-12,0	13,4	18,1	-5,8
Dic	P	20 155	4,1	4,7	10,9	6,0	0,2	-22,8	2,3	6,8	6,0	5,4	-6,9	4,5	6,1	12,8	-26,9

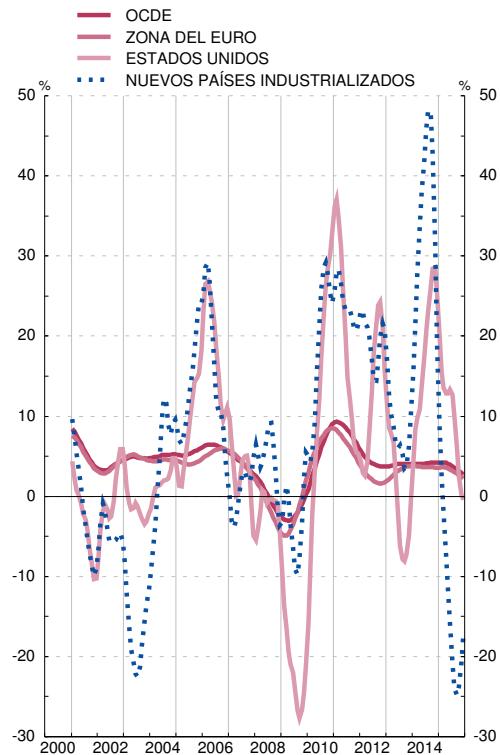
POR TIPOS DE PRODUCTOS

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

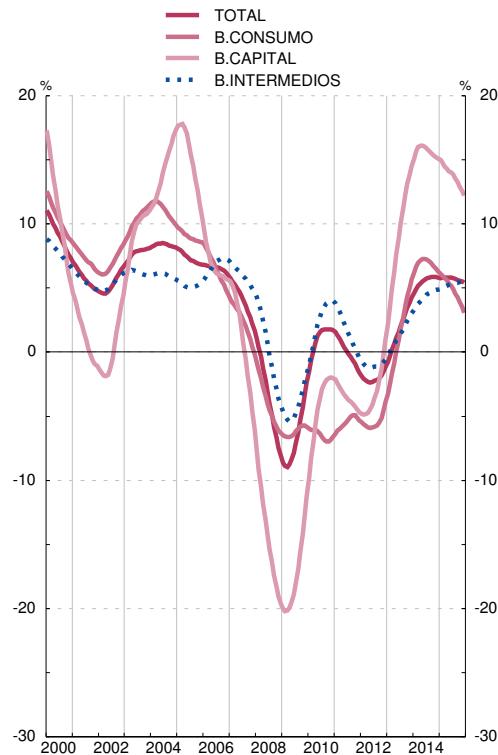
■ Serie representada gráficamente.

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:	Estados Unidos					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
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	265 557	5,2	7,8	12,0	17,4	5,5	1,7	6,9	9,0	8,6	7,4	0,5	-3,9	-16,6	14,5	2,3	
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 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
Oct	P	24 058	-2,2	0,3	4,4	15,5	-2,6	-16,0	1,3	3,7	3,9	3,6	10,8	-27,2	-10,9	7,6	-1,6
Nov	P	23 505	9,3	12,6	14,1	16,1	11,6	2,0	14,3	13,0	14,6	11,7	27,5	-14,6	-18,2	25,5	23,2
Dic	P	21 949	3,7	10,0	6,7	5,6	11,7	-4,3	16,6	9,6	6,3	7,7	30,8	-39,8	8,6	9,7	15,9

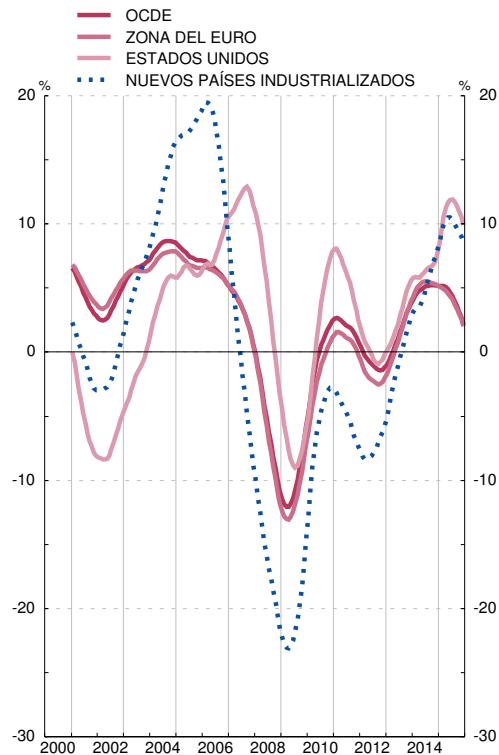
POR TIPOS DE PRODUCTOS

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.

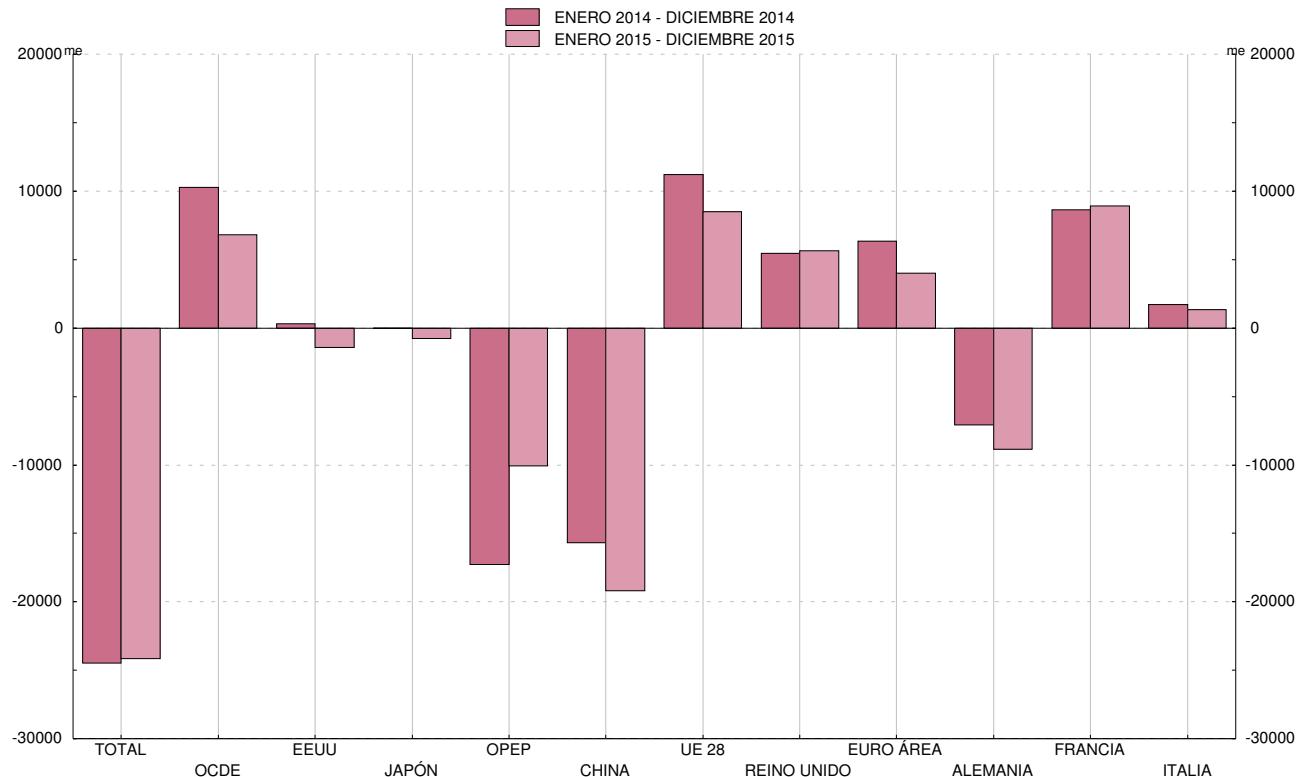
Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

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**

			Unión Europea (UE 28)						OCDE			OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados		
	Total mundial	Total	Zona del Euro			Resto de la la UE 28			Del cual:								
			Total	Alemania	Francia	Italia	Total	Reino Unido	EEUU	Japón							
			1	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 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	
Apr	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	
Oct	P	-1 888	736	200	-864	681	257	535	550	587	14	-96	-1 015	-13	-1 657	27	
Nov	P	-1 850	554	129	-756	519	86	425	515	741	-164	-33	-862	49	-1 582	39	
Dic	P	-1 794	-84	-75	-842	484	-28	-9	158	-1	-112	-89	-317	142	-1 639	6	

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.

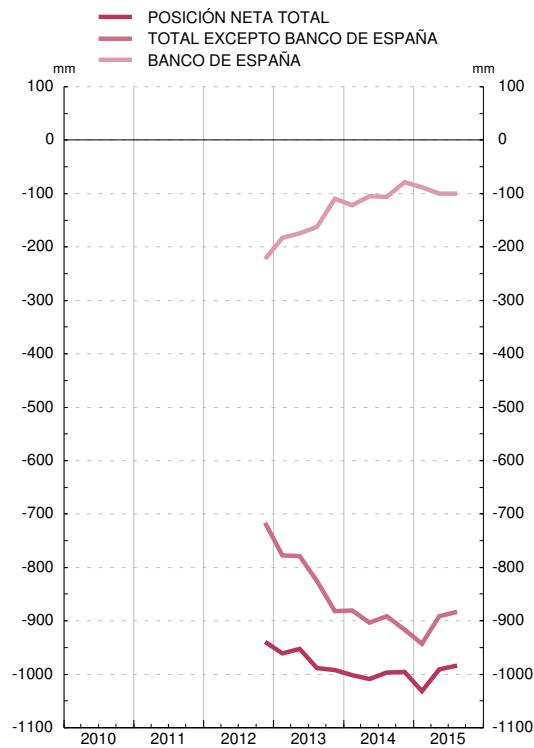
7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FREnte A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

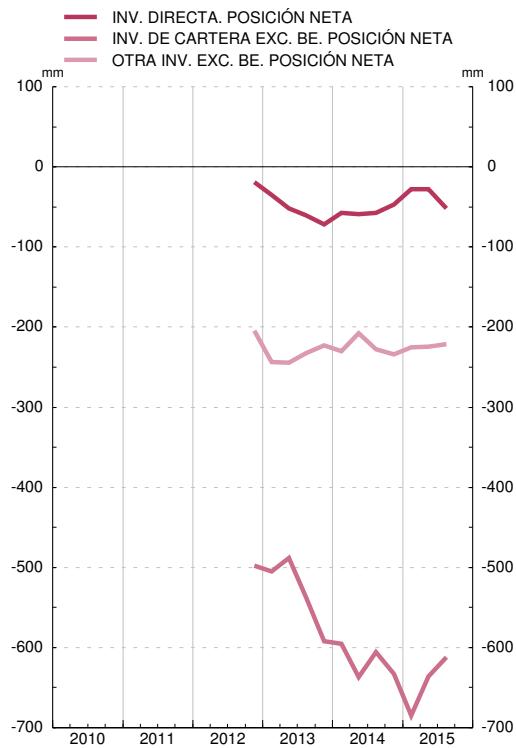
Saldos a fin de periodo en mm de euros

Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Posición neta excepto Banco de España (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España										Banco de España					
		Inversión directa			Inversión de cartera			Otra inversión			Derivados financieros	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Posición neta frente al Euro-sistema	Otros (a)		
		Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Activos	Pasivos	Posición neta (activos-pasivos)	Activos	Pasivos	Posición neta (activos-pasivos)	Activos	Pasivos	Posición neta (activos-pasivos)	13=14 a 16	14	15	16		
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	P	-939	-717	-19	536	555	-498	293	791	-204	359	563	5	-222	38	-298	38
13 I / II / III / IV	P	-961	-778	-35	533	567	-505	301	806	-243	357	600	5	-183	40	-257	35
	P	-953	-779	-51	506	557	-488	298	786	-244	348	592	5	-174	35	-240	30
	P	-988	-826	-61	495	556	-538	302	839	-232	317	549	5	-163	35	-221	23
	P	-992	-882	-72	504	576	-592	310	902	-223	316	539	5	-110	34	-162	18
14 I / II / III / IV	P	-1 002	-880	-57	522	580	-595	337	932	-230	311	541	2	-122	34	-165	9
	P	-1 008	-903	-59	527	586	-637	353	990	-208	334	542	0	-105	35	-144	4
	P	-997	-891	-57	544	602	-606	375	981	-228	330	558	-0	-106	37	-140	-2
	P	-996	-917	-47	542	589	-633	381	1 014	-234	316	550	-3	-79	41	-114	-6
15 I / II / III	P	-1 031	-943	-28	569	597	-685	435	1 120	-225	335	560	-5	-88	51	-135	-5
	P	-991	-891	-28	574	602	-636	441	1 077	-225	325	549	-2	-100	49	-145	-4
	P	-984	-884	-51	555	606	-612	435	1 047	-221	334	555	1	-100	49	-142	-7

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 FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO.
DETALLE DE INVERSIONES**

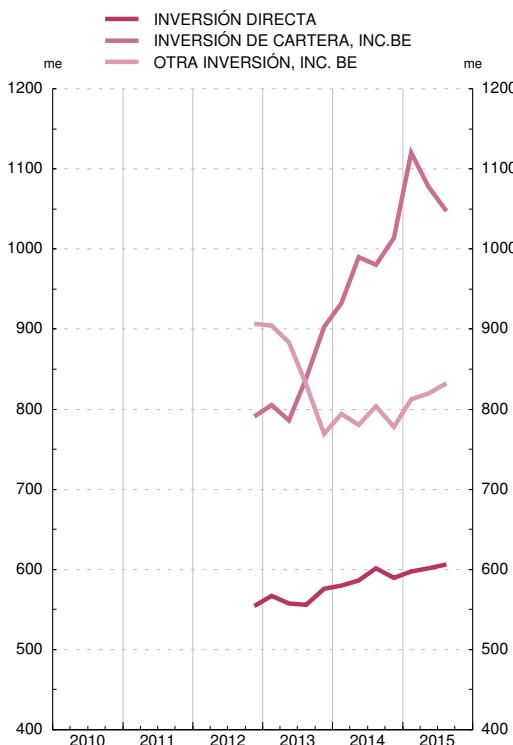
■ Serie representada gráficamente.

												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	9	10	11	12			
	1	2	1	2	5	6	7	8	9	10	11	12			
07	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
08	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
09	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
10	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
11	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
12 III / IV	P	451	85	348	207	105	231	179	612	399	907	157	152		
13 I / II	P	451	82	360	208	114	227	182	623	398	904	148	143		
	P	426	80	350	207	120	216	180	606	392	884	128	123		
	P	414	81	349	206	126	210	220	619	366	831	125	120		
	P	424	80	370	206	137	206	242	661	369	769	105	100		
14 I / II	P	434	88	371	208	146	225	250	682	374	794	103	100		
	P	437	91	374	212	156	229	273	716	401	780	109	109		
	P	458	87	379	222	166	239	274	707	403	804	119	119		
	P	456	86	378	211	178	234	273	741	393	778	120	123		
15 I / II	P	477	92	379	219	208	260	328	792	414	812	140	145		
	P	480	94	386	216	219	260	319	759	408	820	111	113		
	P	459	95	390	216	211	265	284	763	421	832	119	117		

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

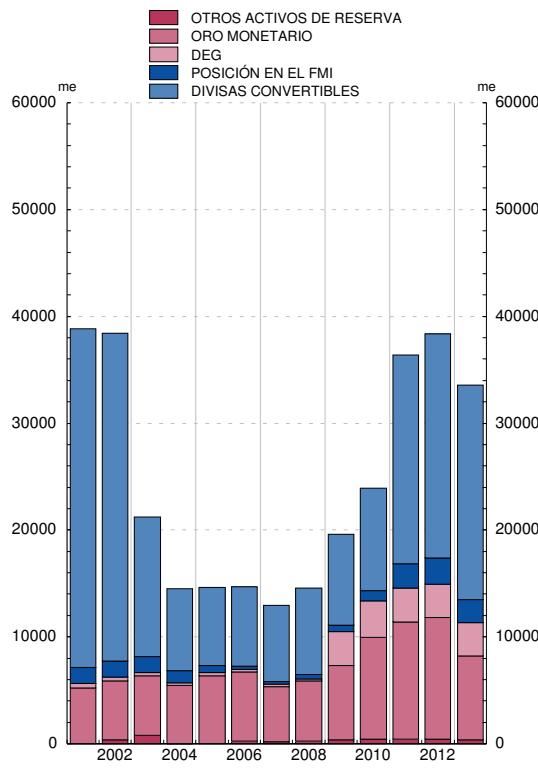
7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

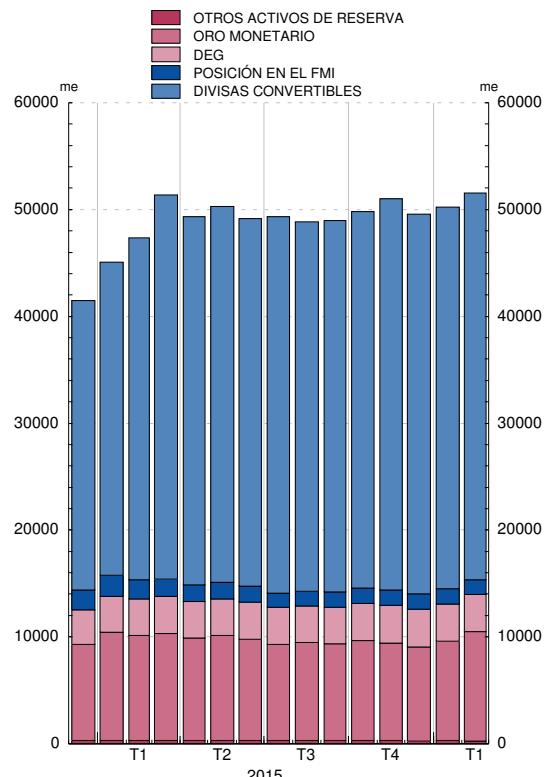
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro Millones de onzas troy
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Otros activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7
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	41 469	27 076	1 888	3 233	8 943	328	9,1
14 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
Dic	49 573	35 560	1 425	3 507	8 811	269	9,1
16 Ene	50 225	35 746	1 422	3 484	9 286	287	9,1
Feb	51 548	36 191	1 372	3 502	10 264	219	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/pnp/sta/IRPProcessWeb/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	Total	Administraciones Públicas				Total	Otras instituciones financieras monetarias						
		Corto plazo		Largo plazo			Corto plazo			Largo plazo			
		Títulos de deuda c/p	Préstamos Créd. com y otros pasivos (b)	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	5	(a)	6	7	8	9	10	11	12
11 III IV	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
12 I II III IV	P 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 I II III IV	P 1 734 320 P 1 696 538 P 1 656 251 P 1 634 508	348 708 348 250 375 196 420 761	12 025 12 780 14 978 25 887	121 261 1 151 345	240 996 237 032 260 071 294 454	95 566 98 176 98 996 100 076	532 003 515 384 460 835 450 995	1 506 1 410 1 444 1 651	248 824 248 180 226 220 215 446	1 960 2 684 2 522 2 239	163 103 156 230 148 111 148 449	116 612 106 880 82 538 83 210	...
14 I II III IV	P 1 683 965 P 1 708 386 P 1 731 939 P 1 730 234	438 269 471 246 464 431 503 447	29 622 45 946 48 273 54 664	32 467 842 824	308 253 323 503 314 983 346 476	100 363 101 330 100 333 101 484	456 681 456 901 472 559 467 009	1 938 2 303 2 780 3 621	218 904 218 564 235 772 248 345	2 599 4 037 3 391 2 727	151 288 150 233 150 456 148 502	81 953 81 764 80 160 63 815	...
15 I II III	P 1 823 137 P 1 794 629 P 1 811 545	546 434 536 448 538 903	52 899 55 196 57 787	16 494 417	395 373 382 965 385 667	98 146 97 793 95 031	465 902 457 368 464 782	4 608 3 596 5 166	257 777 245 918 253 561	1 887 3 021 1 965	140 264 144 330 144 402	61 366 60 503 59 688	...

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

Total	Banco de España			Otros sectores residentes					Inversión Directa					
	(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	20		Inversores directos	Empresas de inversión directa	Empresas del grupo	24
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24			
11 III IV	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
12 I II III IV	P 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 I II III IV	P 303 787 P 291 309 P 281 557 P 230 313	300 479 288 055 278 345 227 151	3 308 3 253 3 213 3 162	342 268 334 497 332 192 326 670	6 680 6 935 6 848 3 437	29 916 30 251 30 144 30 626	199 076 191 981 187 961 186 732	106 596 105 330 107 238 105 876	207 555 207 099 206 471 205 769	46 561 45 671 45 168 44 797	41 201 42 469 46 286 45 704	119 792 118 959 115 018 115 268	...	...
14 I II III IV	P 252 863 P 238 203 P 245 669 P 227 902	249 694 235 002 242 338 224 530	3 169 3 201 3 331 3 372	327 888 329 978 326 950 320 769	4 552 4 738 5 037 5 333	31 794 31 574 33 421 32 762	186 663 189 774 184 989 182 735	104 880 103 892 103 504 99 939	208 264 212 059 222 330 211 107	43 850 44 176 46 036 47 262	50 504 51 813 54 925 49 139	113 910 116 070 121 370 114 706	...	...
15 I II III	P 252 276 P 270 695 P 277 193	248 736 267 140 273 652	3 540 3 555 3 541	339 685 314 039 314 186	8 468 4 721 6 086	40 511 39 747 42 646	190 748 167 951 163 855	99 957 101 620 101 600	218 840 216 079 216 482	49 383 50 276 50 546	53 515 51 300 52 204	115 942 114 503 113 732	...	...

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

Total	Préstamo neto en euros						Contrapartidas						Reservas mantenidas por entidades de crédito	
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos							
	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 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		
Dic	354 833	71 898	460 858	-	-	291	178 214	-195 774 1 073 342	77 905	613 603	733 417	550 607		
16 Ene	330 016	70 556	469 108	-	-	83	209 732	-224 479 1 067 818	94 010	609 544	776 763	554 495		
Feb	303 418	62 718	463 751	-	-	83	223 134	-249 511 1 062 566	119 241	607 778	823 541	552 929		

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

Total	Préstamo neto en euros						Contrapartidas						Reservas mantenidas por entidades de crédito	
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Posición intrasistema		Factores autónomos					
	Oper. principales de finan. (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 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	14 956
Dic	132 934	10 515	122 706	-	-	-	287	256 563	-6 436 -135 191	40 173	3 768	48 614	130 517	17 997
16 Ene	132 395	9 291	123 671	-	-	-	567	263 484	-6 436 -141 218	39 344	3 269	49 140	134 692	16 565
Feb	130 433	7 173	123 594	-	-	-	333	270 653	-6 436 -150 601	37 685	1 438	49 556	140 168	16 817

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)**

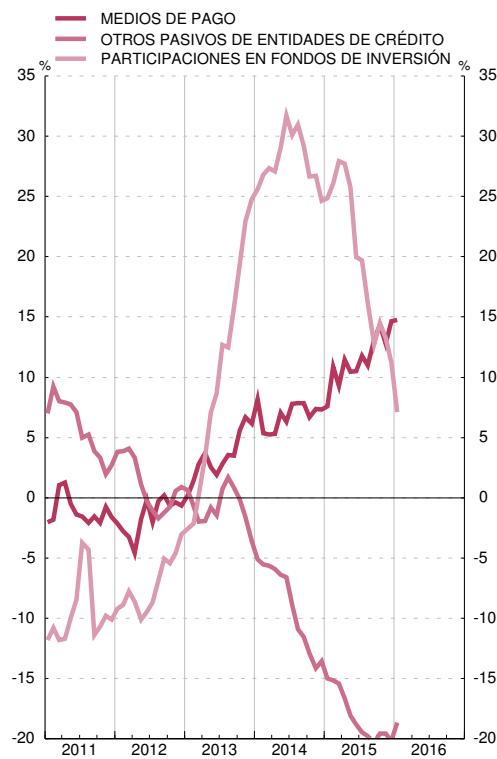
■ Serie representada gráficamente.

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 enti- dades de cré- dito	Depó- sitos en sucu- rals 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
13	537 676	6,1	-5,8	8,8	559 446	-3,6	0,7	-31,6	-32,1	168 370	24,8	38,7	20,2	2,0	-3,6	
14	576 888	7,3	-8,1	10,3	483 449	-13,6	-11,0	-40,7	26,2	209 856	24,6	24,4	24,7	-2,2	4,2	
15	A 661 335	14,6	-5,3	17,9	385 564	-20,2	-17,4	-61,6	-34,9	233 361	11,2	-10,4	19,4	-1,7	5,3	
14 Oct	554 611	6,7	-8,8	9,8	492 829	-12,9	-9,2	-51,3	-8,3	204 602	26,7	29,0	25,8	-2,3	1,9	
Nov	570 663	7,4	-8,6	10,5	483 334	-14,1	-10,7	-51,9	7,9	208 807	26,7	27,1	26,6	-2,5	2,8	
Dic	576 888	7,3	-8,1	10,3	483 449	-13,6	-11,0	-40,7	26,2	209 856	24,6	24,4	24,7	-2,2	4,2	
15 Ene	575 842	7,6	-8,0	10,6	471 477	-15,0	-12,5	-45,5	18,7	214 803	24,9	21,8	26,0	-2,8	2,4	
Feb	P 582 636	10,9	-7,7	14,5	467 328	-15,2	-13,4	-38,9	14,8	221 980	26,1	19,9	28,5	-1,5	3,9	
Mar	P 588 564	9,3	-7,2	12,4	461 157	-15,4	-14,8	-26,1	6,5	231 360	28,0	15,8	32,6	-2,3	4,7	
Apr	P 594 707	11,5	-6,8	14,9	448 987	-16,6	-15,1	-37,7	-2,1	234 837	27,7	12,0	33,8	-2,0	5,5	
May	P 607 251	10,5	-6,6	13,5	437 822	-18,1	-16,2	-43,1	-13,8	237 118	25,8	7,2	32,8	-3,1	5,8	
Jun	P 625 594	10,5	-6,7	13,5	426 294	-18,9	-16,9	-44,7	-26,7	232 624	20,0	1,6	26,8	-3,4	4,0	
Jul	P 625 338	11,8	-5,7	14,8	416 194	-19,5	-17,6	-47,6	-24,3	235 944	19,7	-1,5	27,6	-3,1	4,0	
Ago	P 626 103	11,0	-6,0	13,9	408 199	-19,8	-17,8	-51,4	-23,7	232 160	16,2	-5,5	24,4	-3,7	3,7	
Sep	P 635 943	13,1	-5,5	16,2	399 958	-20,4	-18,5	-55,9	-23,2	229 155	12,8	-7,7	20,5	-3,0	4,8	
Oct	P 634 065	14,3	-5,3	17,6	396 285	-19,6	-17,8	-53,7	-26,7	234 278	14,5	-9,6	23,8	-2,0	5,7	
Nov	A 643 586	12,8	-5,2	15,7	388 701	-19,6	-18,0	-50,0	-24,6	236 521	13,3	-10,0	22,2	-2,5	6,4	
Dic	A 661 335	14,6	-5,3	17,9	385 564	-20,2	-17,4	-61,6	-34,9	233 361	11,2	-10,4	19,4	-1,7	5,3	
16 Ene	A 660 980	14,8	-4,9	17,9	383 484	-18,7	-16,7	-52,5	-34,3	230 088	7,1	-10,1	13,6	-0,8	7,4	

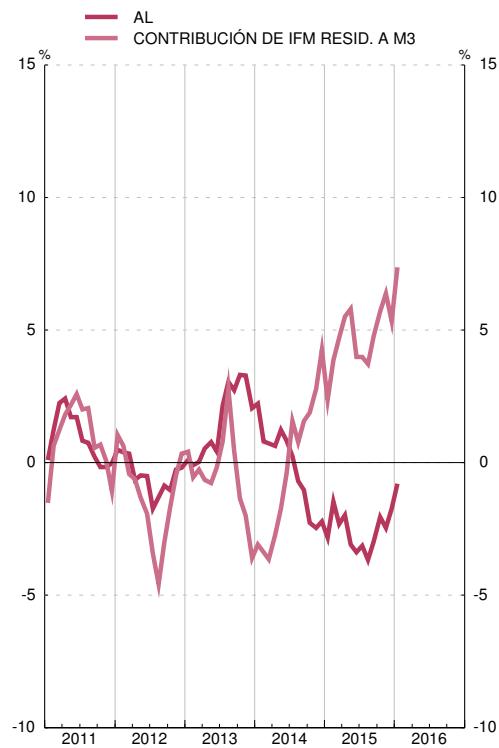
SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH

Tasas de variación interanual



SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH

Tasas de variación interanual



FUENTE: BE. a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 9, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. 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 interanual	Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldo	Tasa interanual	Tasa interanual		
					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	
13	118 602	8,0	105 953	-2,8	3,7	-20,5	23 822	39,1	71,1	32,1	
14	129 984	9,6	87 756	-17,2	-20,9	-3,9	30 941	29,9	22,5	32,0	
15 A	151 587	16,6	60 145	-31,5	-17,9	-71,2	31 271	1,1	-15,2	5,4	
14 Oct	126 990	11,4	85 712	-20,3	-16,2	-36,8	30 322	36,6	40,9	35,5	
Nov	134 903	14,1	82 445	-22,1	-20,0	-30,6	30 786	36,7	39,1	36,1	
Dic	129 984	9,6	87 756	-17,2	-20,9	-3,9	30 941	29,9	22,5	32,0	
15 Ene	128 482	6,6	78 870	-23,5	-24,4	-18,8	31 501	30,1	20,9	32,8	
Feb P	132 925	16,5	77 845	-22,3	-23,9	-14,4	32 283	31,1	19,9	34,3	
Mar P	136 595	8,6	77 741	-21,5	-25,9	1,9	32 082	22,2	8,7	26,1	
Apr P	135 278	12,6	72 197	-25,9	-26,9	-20,9	32 384	22,0	5,3	26,8	
May P	140 810	9,3	71 049	-26,9	-26,7	-28,1	32 580	20,5	1,1	26,1	
Jun P	144 069	7,0	68 958	-26,4	-26,8	-23,8	31 312	10,3	-7,1	15,2	
Jul P	140 610	9,6	66 196	-27,2	-26,3	-31,9	31 659	10,1	-9,8	15,7	
Ago P	143 186	7,7	64 178	-28,2	-25,9	-41,0	31 271	7,5	-13,7	13,6	
Sep P	147 639	10,6	61 376	-30,5	-26,9	-51,0	30 975	2,6	-16,6	8,1	
Oct P	143 345	12,9	61 029	-28,8	-24,4	-52,4	31 340	3,4	-20,4	10,2	
Nov A	145 844	8,1	60 316	-26,8	-21,5	-53,0	31 590	2,6	-20,3	9,2	
Dic A	151 587	16,6	60 145	-31,5	-17,9	-71,2	31 271	1,1	-15,2	5,4	
16 Ene	A	149 878	16,7	59 137	-25,0	-17,6	-57,4	30 948	-1,8	-15,3	1,8

SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanual

MEDIOS DE PAGO
OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO
PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN



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.

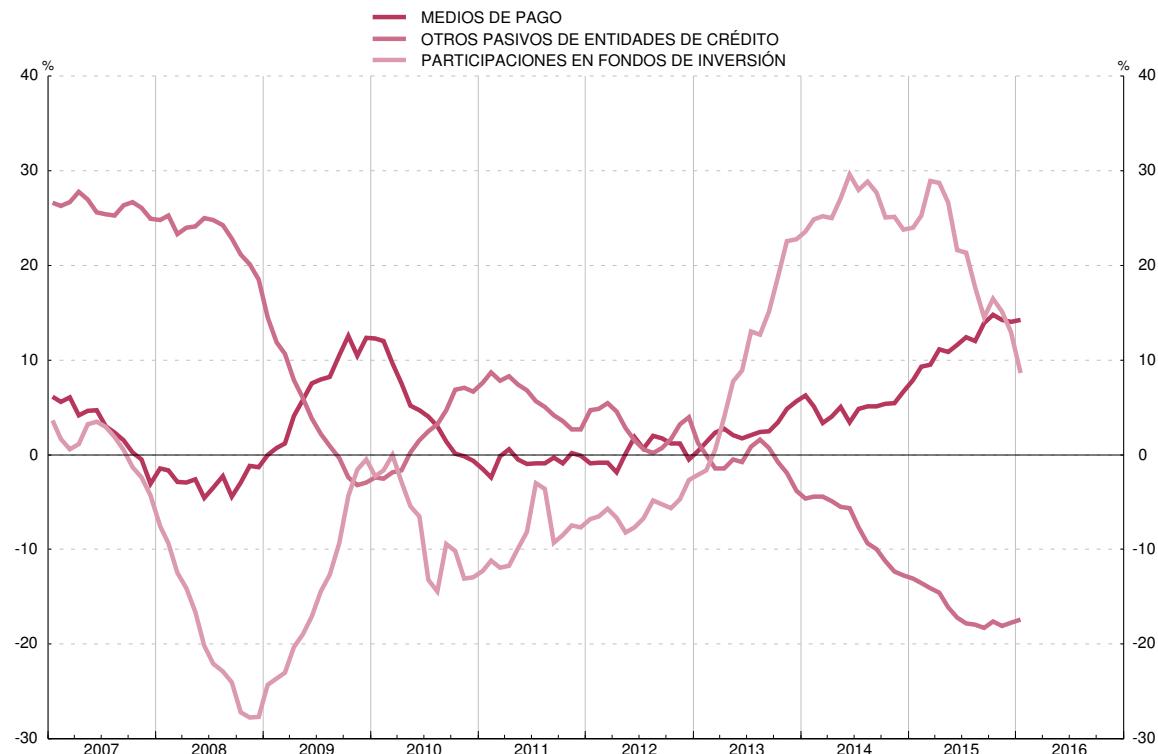
**8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN
DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)**

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión (b)				
	Saldo	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldo	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldo	Tasa interanual	Tasa interanual		
			Efectivo	Depósitos a la vista (c)			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	
13	419 074	5,6	-5,4	8,8	453 493	-3,8	0,2	-38,3	144 547	22,7	35,4	18,3	
14	446 905	6,6	-7,3	10,1	395 692	-12,7	-9,1	-63,8	178 915	23,8	24,6	23,5	
15	A	509 748	14,1	-5,0	18,1	325 419	-17,8	-17,3	-34,7	202 090	13,0	-9,8	22,1
14 Oct		427 621	5,4	-8,1	8,9	407 117	-11,2	-7,8	-57,3	174 280	25,1	27,5	24,1
Nov		435 760	5,4	-7,9	8,8	400 889	-12,3	-8,8	-60,9	178 021	25,1	25,6	24,9
Dic		446 905	6,6	-7,3	10,1	395 692	-12,7	-9,1	-63,8	178 915	23,8	24,6	23,5
15 Ene		447 361	7,9	-7,2	11,7	392 607	-13,1	-10,2	-57,1	183 302	24,0	21,9	24,8
Feb	P	449 711	9,3	-7,0	13,4	389 484	-13,6	-11,3	-49,9	189 698	25,3	19,9	27,5
Mar	P	451 969	9,5	-6,6	13,5	383 416	-14,1	-12,6	-40,6	199 278	28,9	16,7	33,8
Abri	P	459 429	11,1	-6,2	15,3	376 790	-14,6	-12,8	-45,5	202 452	28,7	12,8	35,1
May	P	466 441	10,8	-6,0	14,8	366 773	-16,1	-14,2	-50,7	204 538	26,6	8,0	34,0
Jun	P	481 525	11,6	-6,1	15,7	357 336	-17,2	-15,0	-56,6	201 312	21,6	2,7	28,9
Jul	P	484 728	12,4	-5,2	16,5	349 999	-17,8	-15,9	-55,8	204 284	21,3	-0,4	29,8
Ago	P	482 917	12,0	-5,6	16,0	344 020	-18,0	-16,3	-55,5	200 889	17,7	-4,4	26,4
Sep	P	488 303	13,9	-5,1	18,1	338 582	-18,3	-16,9	-54,9	198 180	14,5	-6,5	22,8
Oct	P	490 720	14,8	-4,9	19,1	335 257	-17,7	-16,5	-49,8	202 938	16,4	-8,2	26,4
Nov	A	497 742	14,2	-4,9	18,3	328 384	-18,1	-17,4	-41,0	204 930	15,1	-8,6	24,6
Dic	A	509 748	14,1	-5,0	18,1	325 419	-17,8	-17,3	-34,7	202 090	13,0	-9,8	22,1
16 Ene	A	511 102	14,2	-4,7	18,1	324 347	-17,4	-16,6	-42,1	199 140	8,6	-9,5	15,8

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)

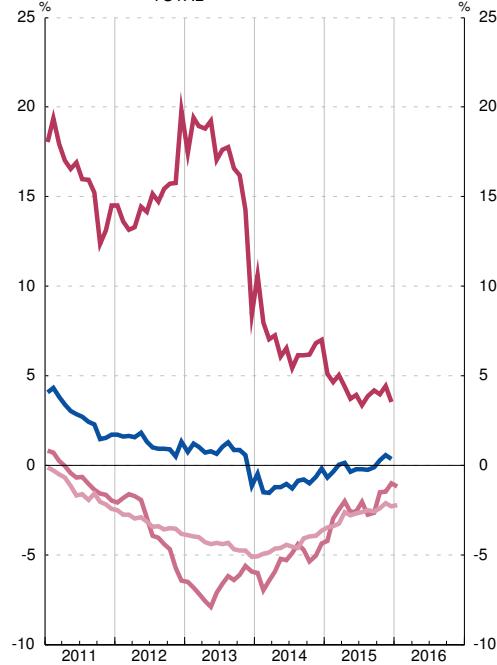
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Total			Admi-nistraciones Públicas (b)	Tasa interanual						Admi-nistraciones Públicas (b)	Contribución a la tasa del total							
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual		Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH							Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH							
					Por sectores		Por instrumentos					Por sectores		Por instrumentos					
					Socie-dades no finan-cieras	Hoga-res e ISFL SH	Prést.de ent. de cto fondos titul.y SGA(c)	Valo-res distin-tos de accio-nes	Prés-tamos del exte-rior	Socie-dades no finan-cieras	Hoga-res e ISFL SH	Prést. de ent. de cré-dito y fondos tituliz.	Valo-res distin-tos de accio-nes	Prés-tamos del exte-rior					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17		
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	2 724 752	-4 779	-0,2	7,0	-4,0	-4,4	-3,6	-5,1	1,5	-0,3	2,5	-2,6	-1,6	-1,0	-2,6	0,0	-0,0		
15	A 2 710 147	9 811	0,4	3,5	-1,6	-1,0	-2,3	-2,1	3,8	-0,6	1,3	-1,0	-0,4	-0,6	-1,0	0,1	-0,1		
14 Oct	2 731 456	-12 059	-1,0	6,2	-4,8	-5,4	-4,0	-6,5	1,1	2,4	2,1	-3,1	-2,0	-1,1	-3,4	0,0	0,2		
Nov	2 739 885	9 050	-0,6	6,8	-4,6	-5,0	-3,9	-6,0	1,3	1,2	2,3	-3,0	-1,9	-1,1	-3,1	0,0	0,1		
Dic	2 724 752	-6 135	-0,2	7,0	-4,0	-4,4	-3,6	-5,1	1,5	-0,3	2,5	-2,6	-1,6	-1,0	-2,6	0,0	-0,0		
15 Ene	2 720 963	-4 696	-0,7	5,1	-3,9	-4,2	-3,5	-5,0	1,7	0,2	1,8	-2,5	-1,5	-1,0	-2,6	0,1	0,0		
Feb	P 2 723 131	2 915	-0,3	4,7	-3,1	-2,9	-3,4	-4,4	8,3	0,2	1,7	-2,0	-1,1	-1,0	-2,3	0,2	0,0		
Mar	P 2 731 173	9 686	0,0	5,1	-2,8	-2,5	-3,2	-3,9	7,1	-0,0	1,8	-1,8	-0,9	-0,9	-2,0	0,2	-0,0		
Abri	P 2 723 751	-6 827	0,1	4,4	-2,3	-2,0	-2,6	-3,3	4,1	1,0	1,6	-1,4	-0,7	-0,7	-1,7	0,1	0,1		
May	P 2 718 109	-3 429	-0,3	3,7	-2,7	-2,6	-2,8	-3,5	1,0	0,4	1,4	-1,7	-0,9	-0,8	-1,8	0,0	0,0		
Jun	P 2 725 152	14 035	-0,2	4,0	-2,6	-2,6	-2,7	-3,2	1,2	-0,8	1,4	-1,7	-0,9	-0,7	-1,6	0,0	-0,1		
Jul	P 2 708 170	-15 709	-0,2	3,4	-2,3	-2,0	-2,6	-2,8	3,9	-1,6	1,2	-1,4	-0,7	-0,7	-1,4	0,1	-0,2		
Ago	P 2 706 939	215	-0,2	3,9	-2,6	-2,7	-2,5	-2,8	3,0	-3,4	1,4	-1,7	-1,0	-0,7	-1,4	0,1	-0,4		
Sep	P 2 714 849	10 254	-0,1	4,2	-2,6	-2,7	-2,6	-2,7	1,3	-3,5	1,5	-1,6	-0,9	-0,7	-1,3	0,0	-0,4		
Oct	P 2 712 437	-1 427	0,3	4,0	-1,9	-1,5	-2,4	-1,8	2,1	-3,2	1,5	-1,2	-0,5	-0,7	-0,9	0,1	-0,3		
Nov	A 2 728 938	16 676	0,6	4,4	-1,7	-1,4	-2,1	-2,1	4,5	-1,8	1,7	-1,1	-0,5	-0,6	-1,0	0,1	-0,2		
Dic	A 2 710 147	-11 881	0,4	3,5	-1,6	-1,0	-2,3	-2,1	3,8	-0,6	1,3	-1,0	-0,4	-0,6	-1,0	0,1	-0,1		
16 Ene	A	...	...	...	...	-1,6	-1,2	-2,2	-2,0	2,4	-1,3	...	...	...	...	...	...

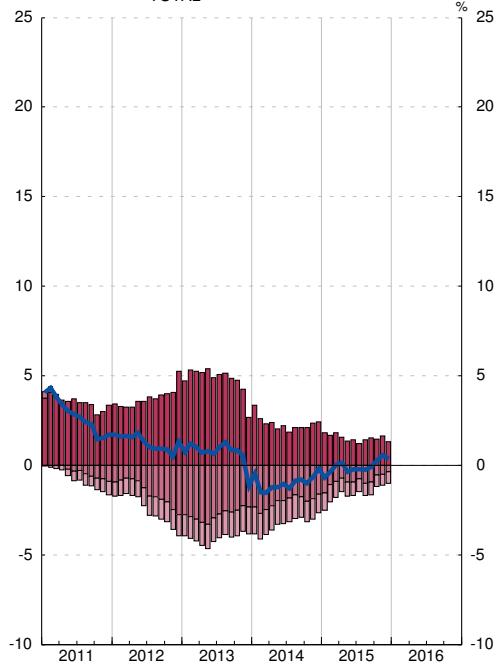
FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS Tasas de variación interanual

ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
SOCIEDADES NO FINANCIERAS
HOGARES E ISFLSH
TOTAL



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

ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
SOCIEDADES NO FINANCIERAS
HOGARES E ISFLSH
TOTAL



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.

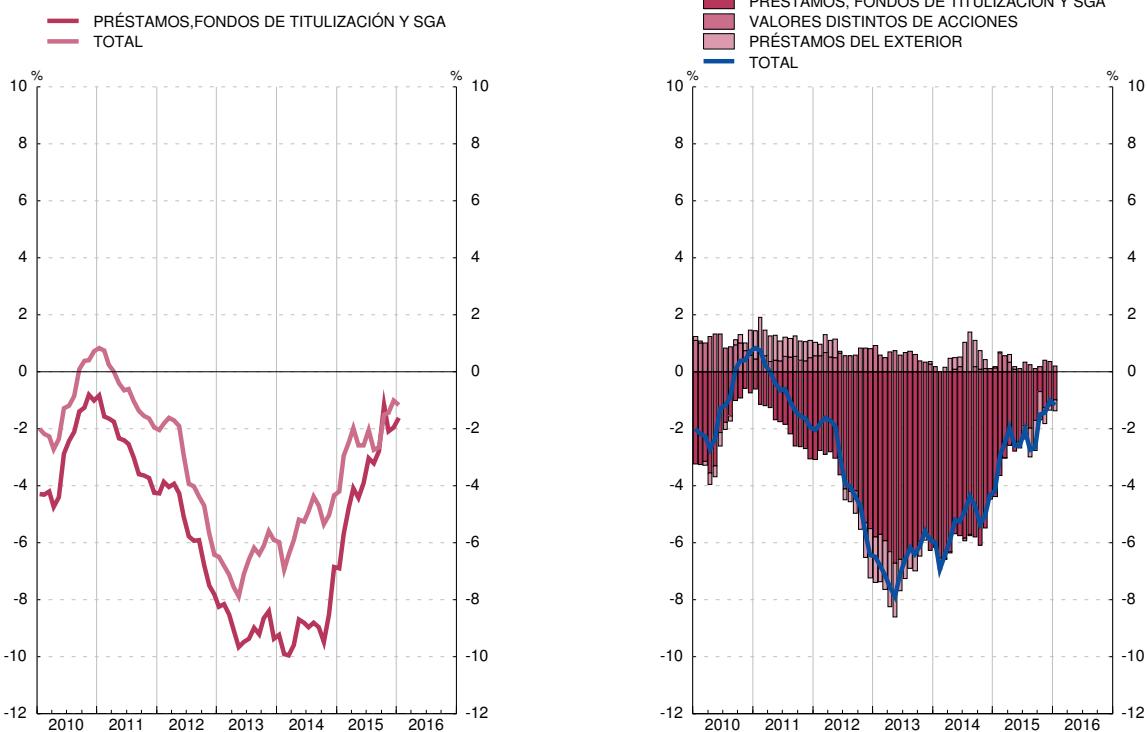
	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes, préstamos titulizados fuera del balance y prtmos. transf. a SGA (c)			Valores distintos de acciones (b)				Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera de balance y préstamos transfer. a SGA (c)
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	del cual Emisiones de filial financ. resid.	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	942 537	-43 994	-4,4	579 445	-6,9	-4,4	81 802	61 085	1,5	0,1	281 291	-0,3	-0,1	34 763
15	A 915 974	-9 488	-1,0	548 086	-1,9	-1,2	85 169	59 335	4,1	0,4	282 718	-0,6	-0,2	30 577
14 Oct	961 168	-6 519	-5,4	584 809	-9,5	-6,1	82 310	60 673	1,1	0,1	294 049	2,4	0,7	35 470
Nov	959 791	-1 099	-5,0	586 875	-8,5	-5,5	82 269	60 721	1,3	0,1	290 647	1,2	0,3	35 057
Dic	942 537	-9 282	-4,4	579 445	-6,9	-4,4	81 802	61 085	1,5	0,1	281 291	-0,3	-0,1	34 763
15 Ene	940 138	-3 574	-4,2	572 195	-6,9	-4,4	82 546	60 258	1,7	0,1	285 397	0,2	0,0	33 323
Feb	P 940 573	940	-2,9	572 870	-5,7	-3,6	83 107	60 785	8,3	0,6	284 596	0,2	0,1	33 224
Mar	P 944 787	5 092	-2,5	572 699	-4,8	-3,0	83 773	60 307	7,1	0,6	288 315	-0,0	-0,0	32 536
Apr	P 951 104	4 604	-2,0	573 007	-4,1	-2,6	82 234	59 306	4,1	0,3	295 863	1,0	0,3	33 021
May	P 941 102	-8 182	-2,6	565 443	-4,4	-2,8	82 145	58 910	1,0	0,1	293 514	0,4	0,1	32 864
Jun	P 930 911	-3 709	-2,6	563 159	-3,9	-2,4	82 439	58 197	1,2	0,1	285 314	-0,8	-0,2	32 866
Jul	P 934 649	4 585	-2,0	561 715	-3,0	-1,9	82 866	58 514	3,9	0,3	290 068	-1,6	-0,5	32 347
Ago	P 927 299	-6 336	-2,7	555 080	-3,2	-2,0	82 328	58 054	3,0	0,2	289 890	-3,4	-1,0	32 646
Sep	P 923 383	-2 294	-2,7	554 069	-2,8	-1,7	83 792	58 989	1,3	0,1	285 523	-3,5	-1,1	31 816
Oct	P 927 480	4 782	-1,5	556 726	-1,2	-0,7	84 036	59 331	2,1	0,2	286 719	-3,2	-1,0	33 425
Nov	A 927 319	-490	-1,4	553 352	-2,1	-1,3	85 999	60 282	4,5	0,4	287 968	-1,8	-0,6	31 203
Dic	A 915 974	-4 904	-1,0	548 086	-1,9	-1,2	85 169	59 335	4,1	0,4	282 718	-0,6	-0,2	30 577
16 Ene	A 911 933	-5 054	-1,2	544 849	-1,6	-1,0	84 495	58 737	2,4	0,2	282 588	-1,3	-0,4	30 592

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)

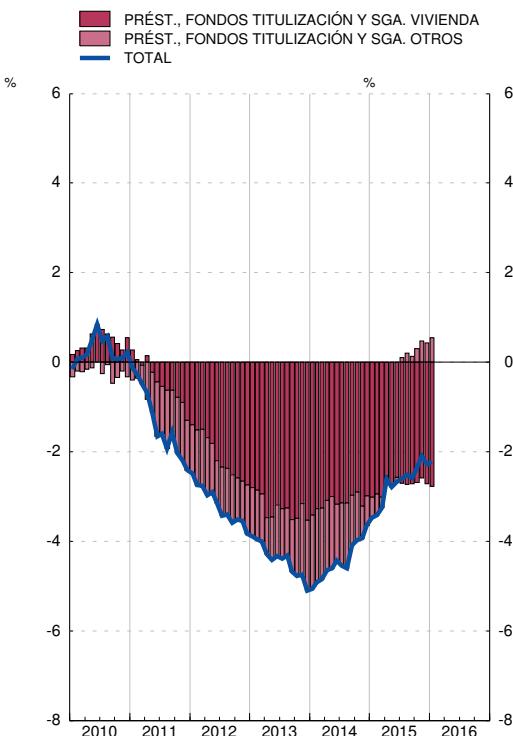
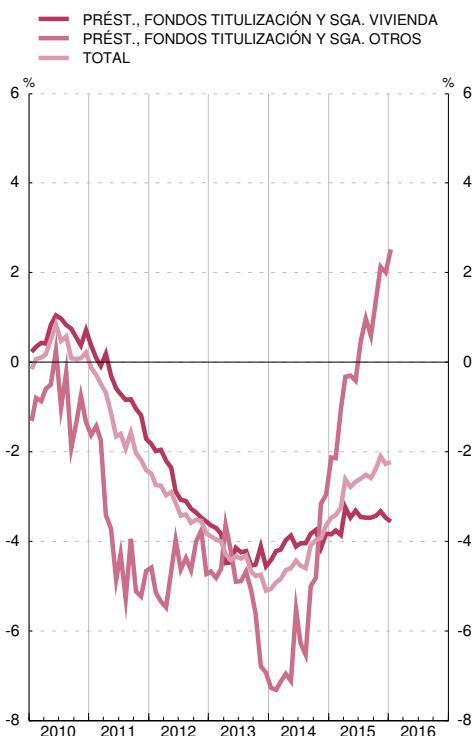
■ Serie representada gráficamente.

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 interanual	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Vivienda	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
13	782 982	-42 324	-5,1	610 846	-4,6	-3,5	172 136	-6,9	-1,6	6 451	450
14	748 477	-28 481	-3,6	584 903	-3,8	-3,0	163 574	-3,0	-0,7	5 109	923
15	A 724 140	-16 997	-2,3	561 068	-3,5	-2,7	163 073	2,0	0,4	8 731	981
14 Oct	753 540	-2 147	-4,0	589 337	-3,7	-2,9	164 203	-4,8	-1,1	5 352	575
Nov	757 285	4 087	-3,9	587 387	-4,1	-3,2	169 898	-3,1	-0,7	5 301	560
Dic	748 477	-7 781	-3,6	584 903	-3,8	-3,0	163 574	-3,0	-0,7	5 109	923
15 Ene	745 342	-2 868	-3,5	582 450	-3,8	-3,0	162 892	-2,1	-0,5	5 032	892
Feb	P 742 284	-2 816	-3,4	581 457	-3,8	-2,9	160 828	-2,1	-0,5	5 551	315
Mar	P 740 353	-1 165	-3,2	579 442	-3,9	-3,0	160 911	-1,1	-0,2	5 476	302
Abri	P 740 472	2 427	-2,6	578 714	-3,2	-2,5	161 758	-0,3	-0,1	10 257	916
May	P 736 971	-3 107	-2,8	575 476	-3,5	-2,7	161 495	-0,3	-0,1	10 024	896
Jun	P 741 782	5 320	-2,7	573 954	-3,3	-2,6	167 827	-0,4	-0,1	9 958	873
Jul	P 733 771	-7 584	-2,6	571 406	-3,5	-2,7	162 366	0,5	0,1	9 192	1 513
Ago	P 730 623	-2 718	-2,5	569 022	-3,5	-2,7	161 601	1,0	0,2	9 104	1 524
Sep	P 728 750	-1 149	-2,6	566 718	-3,5	-2,7	162 033	0,6	0,1	9 058	1 426
Oct	P 727 922	-528	-2,4	565 290	-3,4	-2,7	162 632	1,4	0,3	8 969	1 421
Nov	A 733 456	6 038	-2,1	564 037	-3,3	-2,6	169 419	2,1	0,5	9 032	1 109
Dic	A 724 140	-8 847	-2,3	561 068	-3,5	-2,7	163 073	2,0	0,4	8 731	981
16 Ene	A 721 564	-2 448	-2,2	558 308	-3,5	-2,8	163 255	2,5	0,6	8 560	969

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).

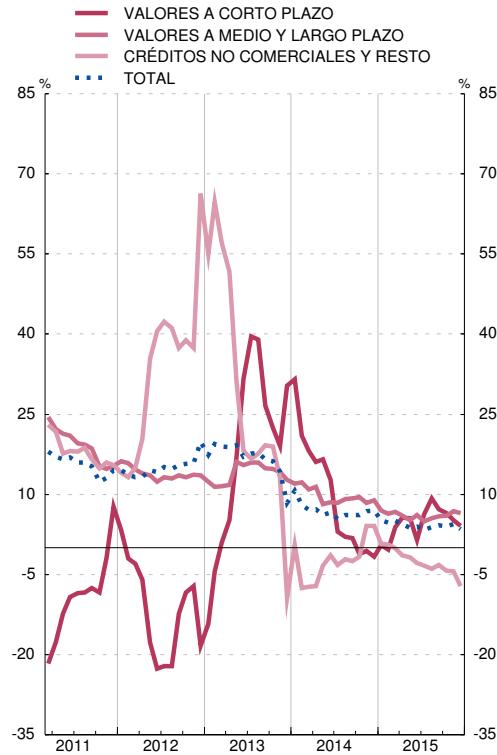
8.8. FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

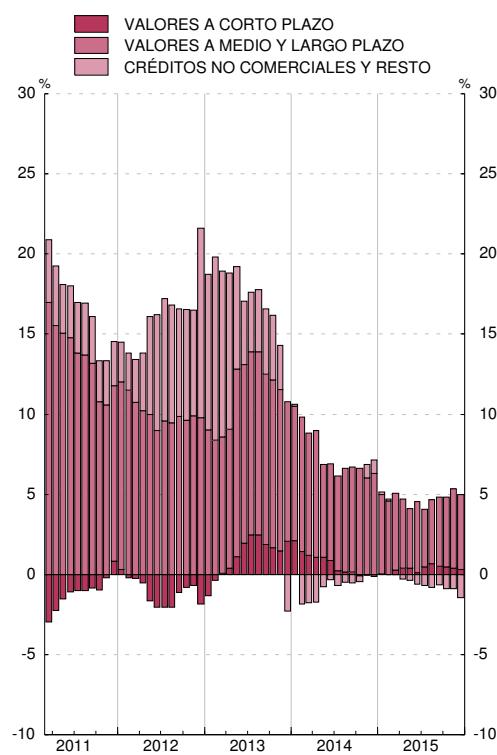
Millones de euros y porcentajes

	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	Jul	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
	Ago	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
	Sep	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
	Oct	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
	Nov	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
	Dic	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	Ene	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
	Feb	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
	Mar	P 1 046 033	5 759	5,1	75 220	-1 079	3,8	0,3	764 216	8 251	6,7	4,8	206 597	-1 413	-0,1	-0,0
	Apr	P 1 032 176	-13 858	4,4	74 749	-471	5,7	0,4	754 033	-10 183	6,0	4,3	203 394	-3 203	-1,4	-0,3
	May	P 1 040 036	7 860	3,7	75 599	850	5,5	0,4	762 177	8 144	5,1	3,7	202 259	-1 135	-1,8	-0,4
	Jun	P 1 052 461	12 425	4,0	75 764	165	1,5	0,1	775 110	12 932	6,2	4,4	201 587	-672	-2,9	-0,6
	Jul	A 1 039 751	-12 710	3,4	77 605	1 841	6,3	0,5	764 811	-10 299	5,0	3,6	197 335	-4 252	-3,4	-0,7
	Ago	A 1 049 019	9 268	3,9	78 909	1 304	9,2	0,7	773 842	9 031	5,5	4,0	196 268	-1 067	-3,9	-0,8
	Sep	A 1 062 717	13 698	4,2	79 374	465	7,1	0,5	784 840	10 998	5,9	4,3	198 503	2 235	-3,2	-0,6
	Oct	A 1 057 036	-5 681	4,0	79 564	190	6,4	0,5	780 540	-4 299	6,0	4,4	196 932	-1 571	-4,3	-0,9
	Nov	A 1 068 164	11 128	4,4	81 048	1 485	5,2	0,4	790 774	10 233	6,8	4,9	196 343	-589	-4,4	-0,9
	Dic	A 1 070 279	2 114	3,5	80 798	-250	4,1	0,3	795 827	5 054	6,5	4,7	193 653	-2 690	-7,2	-1,4

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.

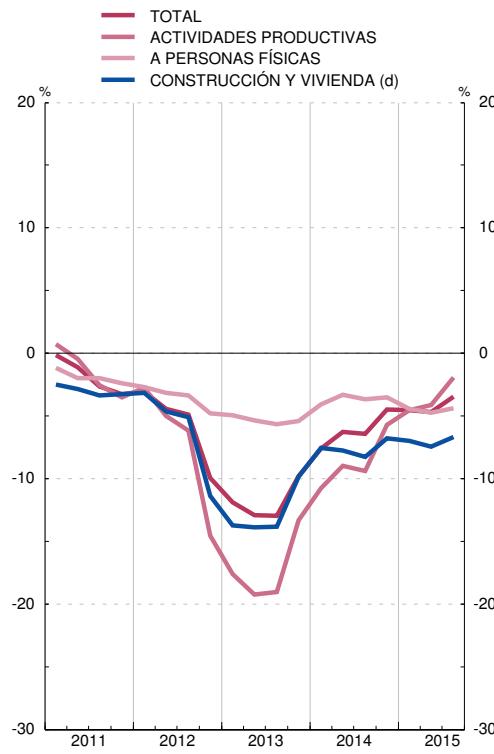
8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y EFC A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

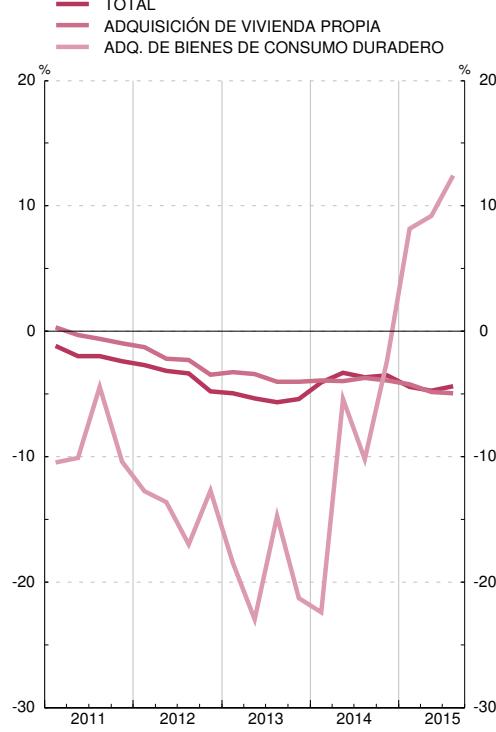
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas					Otras finan.c.a personas físicas por func. de gasto					Finan- ciamiento a institu- ciones privadas sin fines de lucro	Sin clasifi- car	Pro me- moria: construc- ción y vivienda (d)	
		Total	Agricul- tura, ganade- ría y pesca	Industria (excepto construc- ción)	Construc- ción	Servicios	Del cual	Total	Adquisición y rehabil. de vivienda propia	Bienes de consumo duradero	Resto				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	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 //	1 744 215	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
//	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	889 732
//	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 /	R1 440 349	712 509	17 756	113 148	58 386	523 218	170 839	713 733	599 144	576 464	22 671	91 918	6 221	7 887	828 369
//	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
//	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
/III	P1 339 139	655 031	17 996	109 826	45 445	481 765	135 851	667 371	557 659	536 511	31 198	78 514	5 695	11 042	738 956

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.

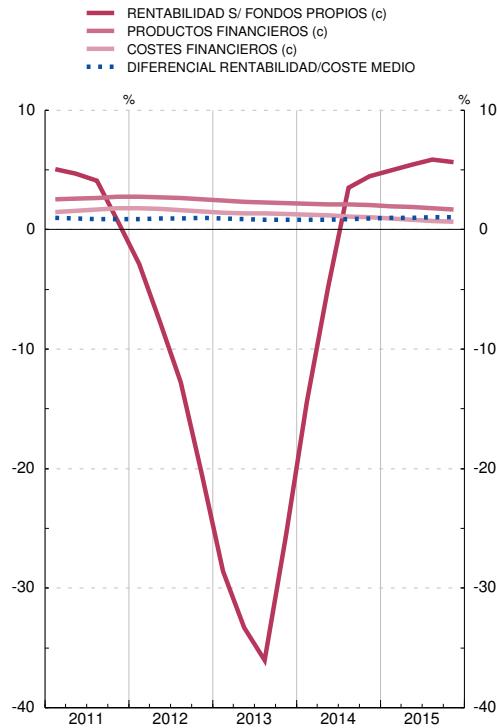
d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

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

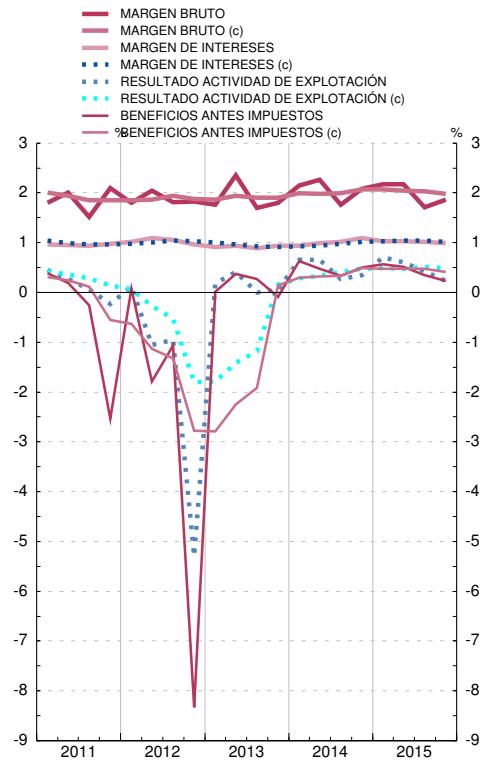
■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado											En porcentaje			
	Produc-	Costes	Margen de inter-	Rendi-	Margen	Gastos de explotación	Del cual	Otros resul-	Resulta-	Resto de produc-	Benefici-	Rentabi-	Rentabi-	Coste	Diferen-
	tos fi-	nancieros	eses	miento instru-	bruto	De explota-	De per-	tos de expla-	dado de la actividad de explotación	tos y costes	antes de impuest.	lidad media de Fondos propios (a)	lidad media de operac. activas (b)	medio de opera-	cias (13-14)
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	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
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
//	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
///	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
//	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
///	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
//	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
///	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
/IV	1,6	0,6	1,0	0,9	1,9	1,0	0,6	0,6	0,2	0,1	0,2	5,1	1,8	0,8	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

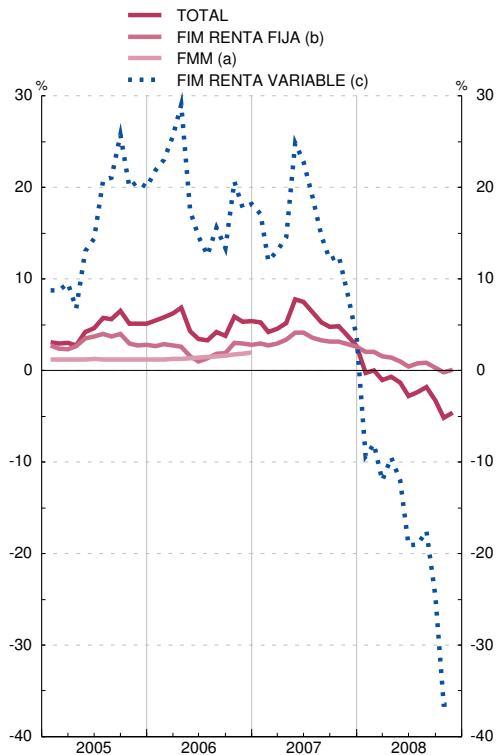
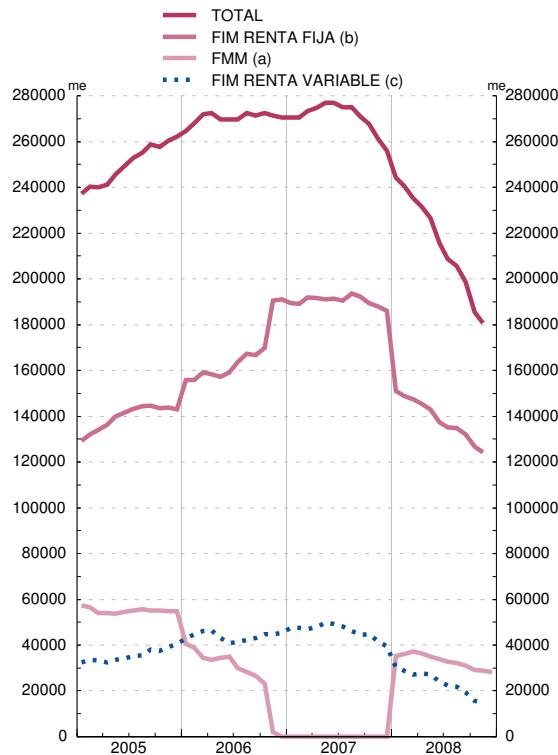
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

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

PATRIMONIO

RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

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

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

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

d. Fondos globales.

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

■ Serie representada gráficamente.

Índices, millones de euros y miles de contratos

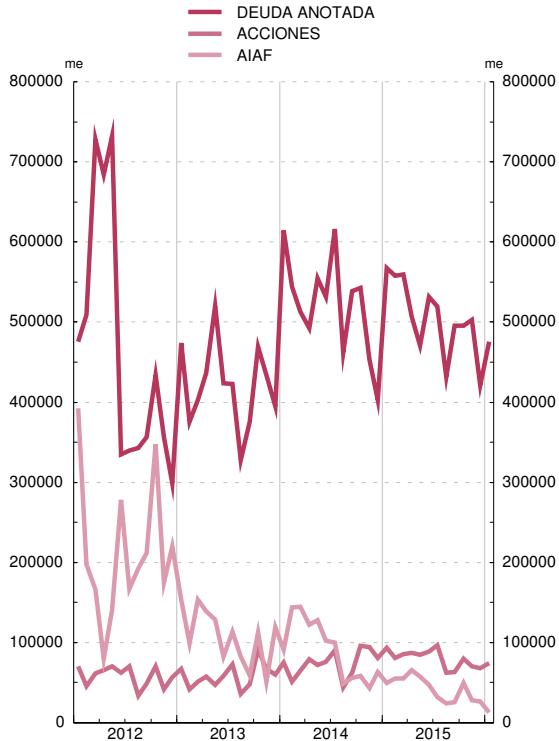
	Índices de cotización de acciones				Contratación de mercados (importes en millones de euros)								
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)		
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
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	1 077,54	10 644,15	357,19	3 451,04	960 807	23 692	6 060 667	517 412	-	21 965	-	7 708	
16	A	889,20	8 815,80	322,94	3 045,09	74 343	352	475 673	13 141	-	1 378	-	698
14 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	1 043,91	10 360,70	355,56	3 418,23	79 795	432	495 307	49 776	...	1 633	...	596	
Nov	1 048,26	10 386,90	365,68	3 506,45	70 292	1 738	503 009	28 254	...	1 221	...	582	
Dic	965,13	9 544,20	345,16	3 267,52	67 632	218	420 795	26 623	...	3 604	...	638	
16 Ene	P	889,20	8 815,80	322,94	3 045,09	74 343	352	475 673	13 141	...	1 378	...	698

ÍNDICE DE COTIZACIÓN DE ACCIONES

Base enero de 1994 = 100



CONTRATACIÓN DE MERCADOS



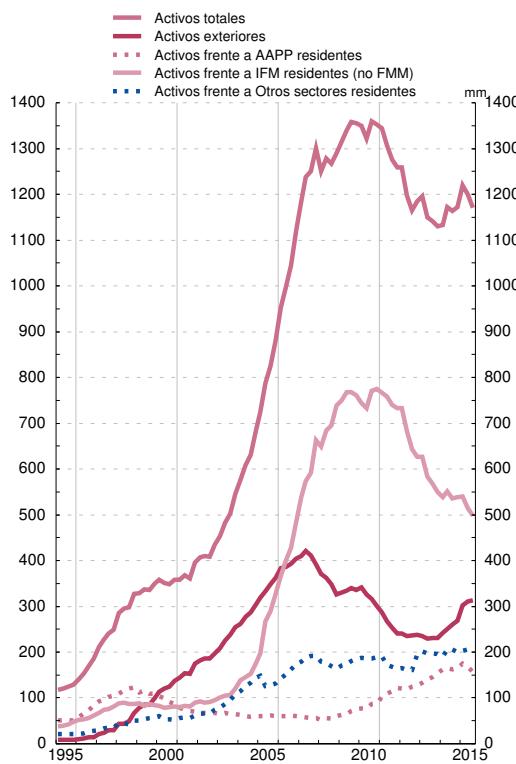
FUENTES: Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia (columnas 1, 2, 5 y 6); Reuters (columnas 3 y 4); AIAF (columna 8) y Mercado español de futuros financieros (MEFFSA) (columnas 9 a 12)

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

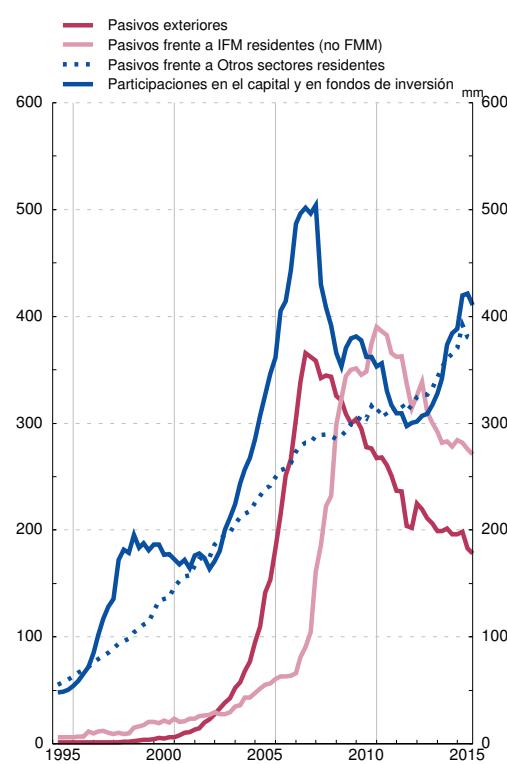
■ Serie representada gráficamente.

		Miles de millones de Euros														
	Activos financieros netos	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
		Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo			
		1=2+5+8+ 11-14-15	2=3-4	3	4	5=6-7	6	7	8=9-10	9	10	11=12-13	12	13	14	15	16=3+6+9+ 12
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 / IV	47	4	241	237	120	122	1	370	732	362	-151	164	314	309	-12	1 258
12 / //	52	5	241	236	120	120	-	370	732	363	-152	166	318	309	-19	1 259
///	65	32	235	204	119	119	-	345	682	337	-151	160	311	298	-18	1 197
/V	45	34	236	202	124	124	-	329	643	314	-156	161	317	300	-14	1 164
24	24	13	237	224	126	127	1	300	626	326	-130	194	324	302	-17	1 185
13 / //	21	16	235	219	131	133	2	287	626	339	-125	202	327	307	-19	1 195
///	9	19	230	211	138	139	2	273	584	310	-130	197	327	309	-18	1 149
/V	1	25	231	206	143	145	2	268	568	300	-136	197	333	317	-18	1 142
-14	32	231	199	152	154	154	2	259	550	292	-148	195	343	328	-18	1 131
14 / //	-25	43	242	199	161	162	2	257	539	282	-162	190	353	342	-19	1 133
///	-29	49	251	202	163	165	2	268	551	283	-155	205	360	373	-19	1 171
/V	-43	64	260	196	161	162	2	258	536	278	-160	205	365	384	-19	1 163
-47	73	269	196	163	165	165	2	254	538	284	-170	200	371	389	-22	1 172
15 / //	-51	103	302	199	173	175	2	258	540	282	-189	203	392	420	-23	1 219
///	-39	128	311	183	166	168	2	239	515	276	-175	206	381	421	-24	1 200
-42	136	314	178	155	156	156	2	227	498	271	-176	202	379	410	-27	1 171

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

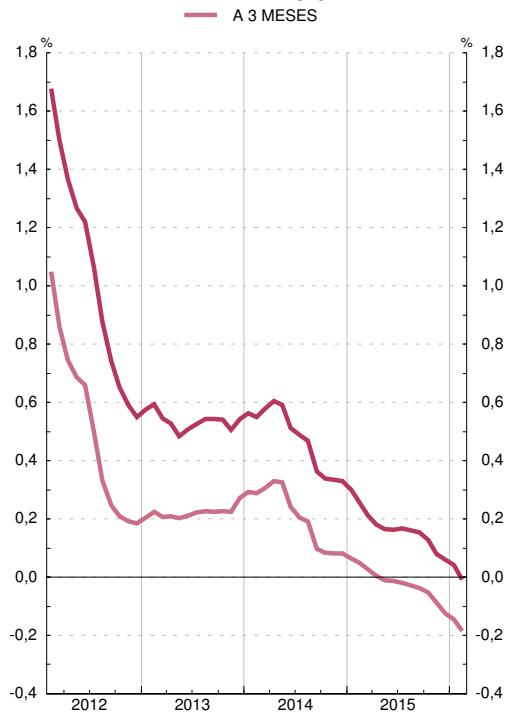
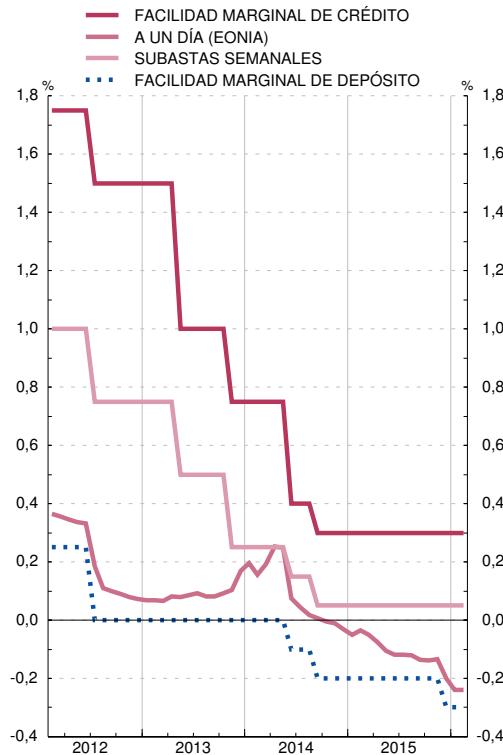
■ Serie representada gráficamente.

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	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 seis meses	A un año	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18		
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		0,05	0,05	0,30	-0,30	-0,107	-0,07	-0,02	0,05	0,17	-0,08	0,02	0,12	-	-0,15	-0,08	-0,02	0,06	
16	A	0,05	0,05	0,30	-0,30	-0,240	-0,23	-0,16	-0,09	0,02	-0,10	0,25	-0,07	-	-0,29	-0,29	-0,25	-	
14	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	0,05	0,30	-0,20	-0,135	-0,14	-0,09	-0,02	0,08	-0,09	-0,10	0,01	-	-	-0,20	-0,19	-	-
	Dic	0,05	0,05	0,30	-0,30	-0,199	-0,19	-0,13	-0,04	0,06	-0,11	0,00	-	-	-	-0,25	-0,19	-0,19	-
16	Ene	0,05	0,05	0,30	-0,30	-0,239	-0,22	-0,15	-0,06	0,04	-0,12	0,25	-0,08	-	-	-0,30	-0,29	-0,24	-
	Feb	0,05	0,05	0,30	-0,30	-0,240	-0,25	-0,18	-0,12	-0,01	-0,08	-	-0,06	-	-	-0,29	-0,29	-0,27	-

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

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



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

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

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

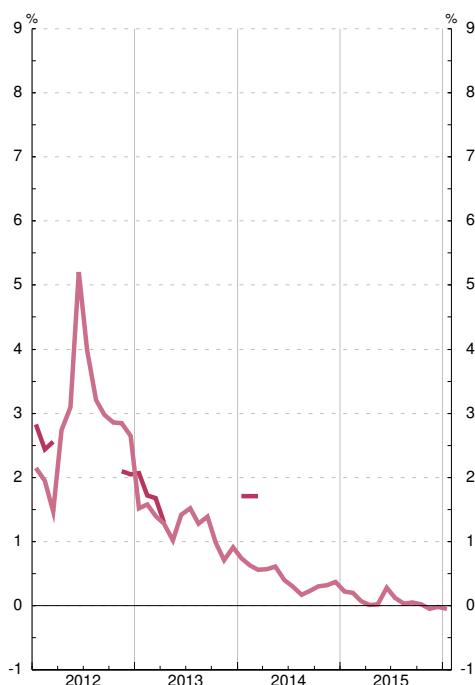
■ Serie representada gráficamente.

Porcentajes

		Valores a corto plazo				Valores a largo plazo								
		Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado								
		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				
		1	2	3	4	5	A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años	A diez años	
14		0,43	0,41	1,71	0,97	1,01	1,52	2,73	1,75	2,15	3,77	0,92	2,72	2,30
15		0,08	0,05	-	0,47	0,35	0,78	-	2,33	-	2,77	0,36	1,74	2,16
16	A	-0,06	-0,06	-	0,29	0,30	0,67	-	-	-	-	0,23	1,73	0,17
14 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	2,07	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	1,54	1,93
Feb		0,20	0,15	-	0,82	0,41	0,19	1,63	1,94	2,51	0,44	1,51	1,51	1,68
Mar		0,07	0,06	-	0,60	0,20	0,40	1,05	1,98	-	0,25	1,23	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	1,31	1,60
May		0,02	0,01	-	0,39	0,27	0,66	1,89	2,33	-	0,29	1,77	1,77	1,80
Jun		0,27	0,15	-	0,47	0,67	1,31	2,38	-	-	0,54	2,23	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	2,10	3,47
Ago		0,03	0,04	-	0,32	0,35	0,94	1,94	-	-	0,39	1,95	1,95	2,32
Sep		0,05	0,05	-	0,40	0,41	1,03	2,16	-	3,23	0,41	2,03	2,03	2,00
Oct		0,02	-0,00	-	0,39	0,27	0,88	1,78	2,31	-	0,27	1,73	1,73	2,27
Nov		-0,05	-0,06	-	0,36	0,13	0,58	1,75	-	2,90	0,25	1,73	1,73	1,94
Dic		-0,02	-0,03	-	0,28	-	0,67	1,37	2,02	2,74	0,23	1,69	1,69	2,33
16 Ene		-0,06	-0,06	-	0,29	0,30	0,67	-	2,33	-	0,23	1,73	2,10	

MERCADO PRIMARIO

— PAGARÉS EMPRESA EMISIÓN UN AÑO
— LETRAS TESORO EMISIÓN UN AÑO



MERCADO SECUNDARIO

— DEUDA DEL ESTADO A TRES AÑOS
— DEUDA DEL ESTADO A DIEZ AÑOS
— OBLIGACIONES PRIVADAS A MÁS DE DOS AÑOS



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

9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO Y EFC. (CBE 1/2010)
NEDD/SDDS (a)

■ Serie representada gráficamente.

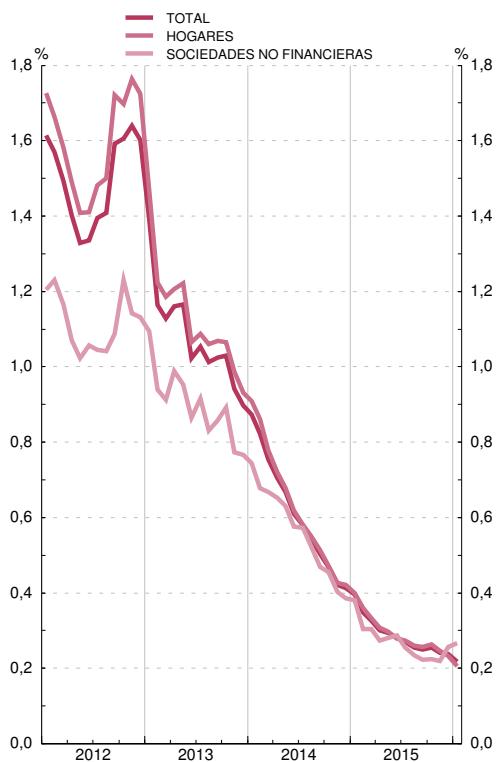
Porcentajes

	Préstamos y créditos (TAE) (b)							Depósitos (TEDR) (b)									
	Tipo sintético (d)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (d)	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras				
		Tipo sintético	Vivienda	Consumo y otros fines (e)	Tipo sintético	Hasta 1 millón de euros	Más 1 millón euros (c)		Tipo sintético	A la vista y preaviso	Depósitos a plazo	Cesiones temporales	Tipo sintético	A la vista	Depósitos a plazo	Cesiones temporales	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
14	2,81	3,47	2,64	6,42	2,73	4,13	2,09	0,41	0,42	0,17	0,66	0,42	0,39	0,31	0,51	0,46	
15	2,66	3,10	2,31	5,80	2,58	3,27	2,12	0,24	0,23	0,12	0,39	0,42	0,26	0,24	0,31	0,12	
16	A	2,94	3,40	2,43	6,67	2,84	3,70	1,99	0,22	0,21	0,10	0,35	0,30	0,27	0,26	0,29	0,19
14 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	3,89	3,93	3,05	7,06	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	2,81	3,47	2,64	6,42	2,73	4,13	2,09	0,41	0,42	0,17	0,66	0,42	0,39	0,31	0,51	0,46	
15 Ene	3,37	3,61	2,65	6,99	3,33	4,51	2,36	0,40	0,40	0,16	0,63	0,41	0,38	0,33	0,49	0,17	
Feb	3,20	3,62	2,67	7,03	3,11	4,20	2,23	0,35	0,36	0,16	0,56	0,33	0,30	0,27	0,38	0,11	
Mar	2,92	3,39	2,52	6,49	2,84	3,90	2,22	0,33	0,33	0,16	0,51	0,34	0,30	0,26	0,41	0,10	
Abr	3,09	3,34	2,47	6,41	3,03	3,96	2,34	0,30	0,31	0,15	0,47	0,31	0,27	0,22	0,39	0,17	
May	2,95	3,43	2,55	6,50	2,86	3,74	2,22	0,29	0,30	0,16	0,45	0,35	0,28	0,24	0,37	0,19	
Jun	2,89	3,38	2,50	6,34	2,81	3,53	2,42	0,28	0,28	0,15	0,42	0,37	0,29	0,25	0,38	0,25	
Jul	2,80	3,31	2,43	6,39	2,71	3,71	2,08	0,27	0,27	0,16	0,42	0,41	0,25	0,21	0,36	0,17	
Ago	2,75	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	2,76	3,57	2,12	0,25	0,26	0,13	0,41	0,44	0,22	0,18	0,33	0,18	
Oct	2,88	3,39	2,49	6,46	2,77	3,68	1,85	0,25	0,26	0,14	0,42	0,41	0,22	0,19	0,31	0,19	
Nov	2,85	3,31	2,48	6,06	2,75	3,44	2,09	0,24	0,25	0,13	0,40	0,42	0,22	0,18	0,32	0,16	
Dic	2,66	3,10	2,31	5,80	2,58	3,27	2,12	0,24	0,23	0,12	0,39	0,42	0,26	0,24	0,31	0,12	
16 Ene	P	2,94	3,40	2,43	6,67	2,84	3,70	1,99	0,22	0,21	0,10	0,35	0,30	0,27	0,26	0,29	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 FRENT A LA UE 28 Y A LA ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

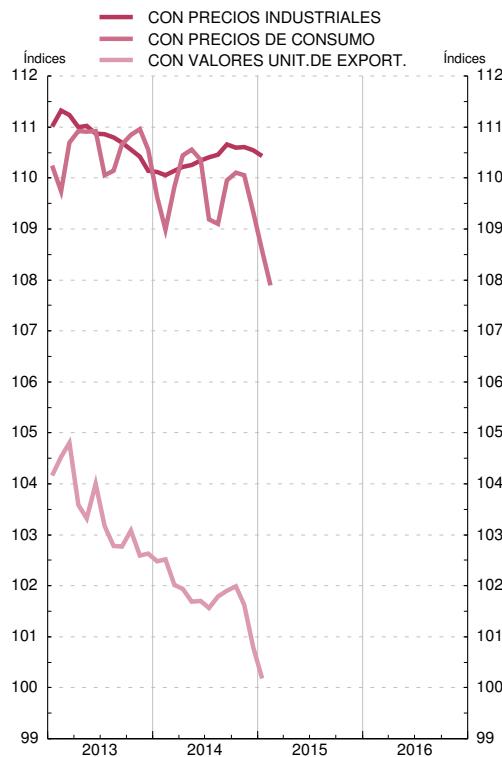
Base 1999 I = 100

	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 totales (d)	Con costes laborales unitarios totales (d)	Con costes laborales unitarios totales (d)
	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	10	11	12	13	14	
13	110,7	110,2	103,6	101,5	101,9	108,6	108,1	101,7	99,9	110,8	110,5	104,6	117,0	103,4	
14	110,0	109,2	101,6	99,9	101,7	108,2	107,3	99,9	98,6	110,4	109,8	102,6	115,1	101,7	
15	110,0	107,4	100,5	...	100,9	109,0	106,4	99,5	...	111,2	108,9	102,3	113,5	...	
14 I	110,0	109,0	101,7	100,4	101,9	107,9	107,0	99,8	98,9	110,2	109,5	102,6	115,1	102,2	
II	110,0	109,9	101,9	99,7	101,8	108,0	107,9	100,1	98,4	110,2	110,4	102,8	115,6	101,6	
III	110,1	108,7	101,4	99,9	101,7	108,3	106,9	99,8	98,6	110,5	109,4	102,5	115,2	101,6	
IV	110,2	109,1	101,3	99,7	101,6	108,4	107,3	99,7	98,5	110,7	109,8	102,4	114,5	101,4	
15 I	110,0	107,2	101,2	98,9	101,2	108,7	106,0	100,0	98,2	110,9	108,4	102,8	114,2	100,8	
II	110,2	108,1	100,3	98,5	100,8	109,4	107,3	99,6	98,1	111,5	109,7	102,3	114,8	100,3	
III	110,1	107,0	100,1	99,4	100,9	109,2	106,1	99,2	99,0	111,4	108,5	102,0	113,2	101,1	
IV	109,6	107,5	100,3	...	100,9	108,5	106,5	99,4	...	110,8	108,9	102,2	111,7	...	
15 May	110,3	108,1	...	98,9	100,8	109,4	107,2	...	98,5	111,6	109,7	...	...	100,7	
Jun	110,4	108,4	100,3	98,6	100,9	109,4	107,5	99,6	98,1	111,6	109,9	102,3	114,8	100,4	
Jul	110,1	107,1	...	99,2	100,7	109,4	106,3	...	98,9	111,6	108,8	...	...	101,0	
Ago	110,1	106,7	...	99,5	100,8	109,2	105,8	...	99,0	111,4	108,2	...	...	101,1	
Sep	110,2	107,2	100,1	99,7	101,0	109,1	106,1	99,2	99,0	111,3	108,5	102,0	113,2	101,1	
Oct	109,9	107,5	...	99,7	101,0	108,7	106,3	...	99,0	111,0	108,8	...	...	101,2	
Nov	109,4	107,6	...	100,7	108,6	108,6	106,8	...	109,0	109,2	...	...	...	...
Dic	109,4	107,4	100,3	...	101,0	108,3	106,4	99,4	...	110,7	108,8	102,2	111,7	...	
16 Ene	...	106,6	...	...	101,4	...	105,2	...	...	...	...	107,7	...	...	...
Feb	...	...	...	...	101,6	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA UNIÓN EUROPEA (UE 28)



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

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

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufaturas 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 manufaturas) obtenidas a partir de la información de la Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2010. Fuente INE.

9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTA 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 manufactura- ras(d)	Con valores unitarios de las exporta- ciones		Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufactura- ras(d)	Con valores unitarios de las exporta- ciones	Con precios industriales	Con precios consumo		Con precios industriales	Con precios consumo		
	1	2	3	4		5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
13	112,9	113,4	120,1	102,4	101,5	111,2	111,7	118,3	101,5	111,2	111,6	101,1	109,9	110,4		
14	112,2	112,4	118,5	101,0	101,5	110,5	110,7	116,7	100,2	110,2	110,5	101,2	108,9	109,1		
15	110,5	109,0	113,9	...	99,3	111,3	109,8	114,8	...	106,5	105,2	97,4	109,4	108,0		
14 I	112,5	112,6	119,1	101,6	101,9	110,4	110,5	116,9	100,4	111,0	111,1	102,0	108,9	109,0		
II	112,3	113,3	119,6	101,0	101,8	110,3	111,3	117,5	99,9	110,9	112,0	101,9	108,8	109,9		
III	112,1	111,7	118,3	100,9	101,3	110,6	110,2	116,7	100,3	110,1	109,7	101,0	109,0	108,6		
IV	111,8	111,8	117,0	100,5	101,0	110,7	110,7	115,8	100,2	109,0	109,1	100,1	108,9	109,0		
15 I	110,5	108,7	114,7	98,9	99,5	111,1	109,3	115,2	100,1	106,6	104,9	97,6	109,2	107,5		
II	110,8	109,6	114,9	98,6	99,1	111,8	110,6	116,0	100,3	106,6	105,6	96,9	110,0	109,0		
III	110,8	108,6	113,8	99,8	99,3	111,6	109,4	114,7	101,2	107,0	105,0	97,6	109,6	107,6		
IV	110,0	109,0	112,2	...	99,2	110,9	109,8	113,2	...	106,0	105,2	97,5	108,8	108,0		
15 May	110,9	109,7	...	99,1	99,1	111,8	110,6	...	100,7	106,9	105,8	97,1	110,1	109,0		
Jun	111,1	110,1	114,9	98,9	99,3	111,9	110,9	116,0	100,3	107,2	106,3	97,4	110,0	109,2		
Jul	110,7	108,5	...	99,3	99,0	111,8	109,6	...	101,0	106,6	104,6	97,0	109,9	107,9		
Ago	110,8	108,3	...	99,8	99,3	111,5	109,1	...	101,2	107,1	104,8	97,7	109,6	107,3		
Sep	110,9	108,9	113,8	100,1	99,5	111,4	109,4	114,7	101,3	107,3	105,6	98,1	109,4	107,6		
Oct	110,6	109,1	...	100,2	99,5	111,1	109,7	...	101,4	106,8	105,7	98,0	109,0	107,8		
Nov	109,7	108,9	...	...	98,9	111,0	110,1	...	...	105,5	104,9	96,9	108,8	108,3	
Dic	109,8	108,8	112,2	...	99,2	110,7	109,7	113,2	...	105,7	105,1	97,5	108,5	107,9		
16 Ene	...	107,8	99,4	...	108,4	104,2	97,9	...	106,4		
Feb	99,8	98,4	

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, 2016
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Pùblicas	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 (Euro Overnight Index Average)	PNB	Producto Nacional Bruto
Euríbor	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro Interbank Offered Rate)	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
FEPP	Fondo Europeo de Pesca	TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
FGD	Fondos de Pensiones	UE	Unión Europea
FIAMM	Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito	UEM	Unión Económica y Monetaria
FIM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	UE-15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
FMI	Fondos de Inversión Mobiliaria	UE-25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
FMM	Fondo Monetario Internacional	UE-27	Países componentes de la Unión Europea desde 1.1.2007
FSE	Fondos del Mercado Monetario	UE-28	Países componentes de la Unión Europea desde 1.7.2013
IAPC	Fondo Social Europeo	VNA	Variación Neta de Activos
ICO	Índice Armonizado de Precios de Consumo	VNP	Variación Neta de Pasivos
	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	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.