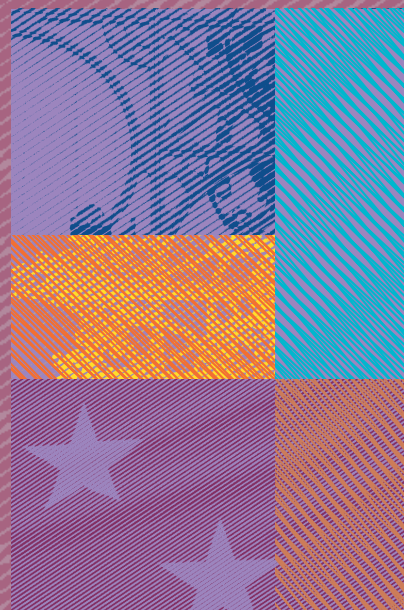


**BOLETÍN ECONÓMICO**

**12/2013**

**BANCO DE ESPAÑA**  
Eurosistema



## ÍNDICE

Evolución reciente de la economía española	3
La evolución reciente de los márgenes de las sociedades no financieras	19
Un análisis del endeudamiento de las familias a partir de la encuesta del Eurosistema sobre la situación financiera y el consumo de los hogares de 2010	29
La fragmentación financiera en la zona del euro durante la crisis	41
El uso de la orientación de expectativas o <i>forward guidance</i> como instrumento de política monetaria	53
Indicadores económicos	1*
Publicaciones del Banco de España	63*
Siglas, abreviaturas y signos utilizados	64*

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

De acuerdo con las últimas cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral publicadas por el Instituto Nacional de Estadística, el PIB de la economía española creció un 0,1 % en el período de julio-septiembre en términos intertrimestrales, tras nueve trimestres consecutivos de descensos. La demanda nacional registró su primer avance intertrimestral desde el cuarto trimestre de 2010 (del 0,3 %), con incrementos del consumo privado (0,4 %), el consumo público (0,1 %) y la inversión en bienes de equipo (que aumentó igualmente una décima). Por su parte, la caída de la construcción se moderó sustancialmente, hasta el -1 %. La aportación neta al crecimiento del PIB del comercio exterior de bienes y servicios se hizo negativa, en una magnitud de una décima. Tanto las exportaciones como las importaciones de bienes y servicios mostraron un comportamiento claramente menos expansivo que durante los tres meses precedentes, con tasas intertrimestrales del 2,2 % y del 2,8 %, respectivamente.

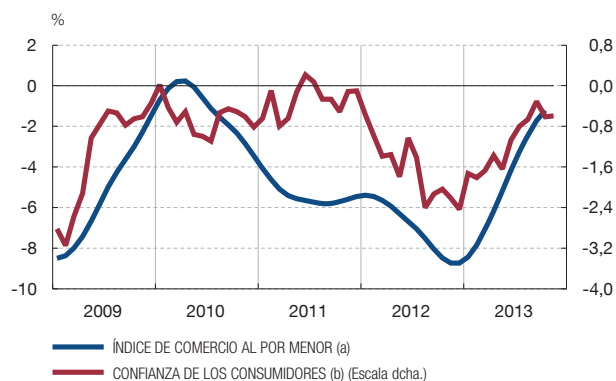
En términos interanuales, la tasa de variación del PIB se situó en el -1,1 %, frente al -1,6 % del segundo trimestre. El ritmo interanual de descenso del empleo se ralentizó en siete décimas, hasta el -3,2 %. Como consecuencia, el crecimiento interanual de la productividad aparente del trabajo también se desaceleró, hasta el 2,1 %. La remuneración por asalariado avanzó un 0,1 % en relación con el mismo período del año anterior, lo que, dado el comportamiento de la productividad, dio lugar a una moderación de la tasa de caída interanual de los costes laborales unitarios, hasta el -1,9 %.

La información disponible, aunque todavía muy parcial, apunta, en su conjunto, a una prolongación de la trayectoria de mejora de la actividad durante el tramo final de 2013. Por lo que respecta al consumo privado (véase gráfico 1), el índice de confianza de los hogares permaneció estable en noviembre, mientras que el indicador análogo referido a los comerciantes minoristas experimentó un moderado avance. Los indicadores cuantitativos reflejaron una evolución algo menos favorable. En concreto, las matriculaciones de vehículos particulares registraron en noviembre un descenso intermensual del 1,5 % en términos de la serie corregida de efectos calendario y estacionalidad, tras el repunte observado en el mes anterior. Por su parte, el indicador de ventas interiores no financieras de las grandes empresas, elaborado por la Agencia Tributaria, y el índice de comercio al por menor sin estaciones de servicio decrecieron en octubre respecto al mes precedente un 0,8 % y un 1,7 %, respectivamente, en términos de las series deflactadas y corregidas de estacionalidad.

Los indicadores referidos a la inversión en bienes de equipo han registrado una evolución compatible con una continuación del crecimiento moderado de este agregado. Entre los indicadores de opinión, tanto el clima industrial en el conjunto de ramas destinadas a la producción de bienes de equipo como la valoración de la cartera de pedidos para exportación en el conjunto de la industria, que se habían deteriorado en octubre, mostraron una cierta recuperación en noviembre. Dentro de la información de carácter cuantitativo, las matriculaciones de vehículos de carga ralentizaron en noviembre su crecimiento intermensual hasta el 1,1 %, en términos de la serie ajustada de estacionalidad, y el índice de producción industrial de bienes de equipo cayó en octubre un 0,2 % intermensual, tras el fuerte crecimiento registrado en septiembre.

La información relativa a la inversión en construcción referente al cuarto trimestre apunta a una nueva moderación de la tónica contractiva de la actividad del sector. Entre los indicadores de consumos intermedios, los datos más recientes correspondientes a la producción

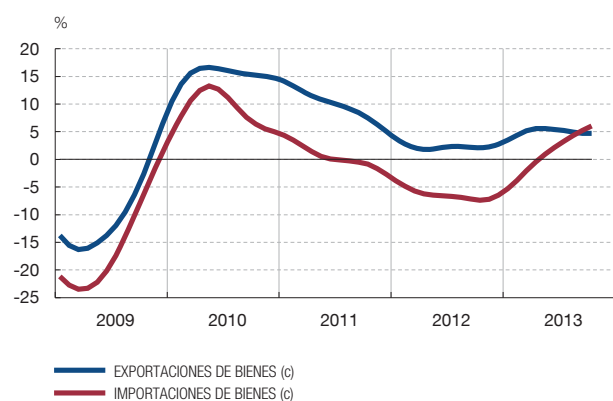
## INDICADORES DE CONSUMO



## INDICADORES DE INVERSIÓN



## INDICADORES DE COMERCIO EXTERIOR



## INDICADORES DE INDUSTRIA



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

- a Tasas interanuales sobre tendencia.  
b Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).  
c Tasas interanuales sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

industrial de minerales no metálicos y al consumo aparente de cemento, referidos a octubre y noviembre, respectivamente, arrojaron una suavización de los ritmos de caída interanual. Por lo que respecta a los indicadores contemporáneos que miden el comportamiento del empleo sectorial, la afiliación media a la Seguridad Social, corregida de efectos estacionales y calendario, se mantuvo estable en noviembre en términos intermensuales, registrando la primera tasa no negativa en seis años. Además, se intensificó el ritmo de descenso interanual del paro registrado. En cuanto a los indicadores adelantados de la actividad constructora, tanto el número de visados de obra nueva como su superficie ralentizaron en octubre su retroceso interanual. Por último, la moderación de la pauta descendente de la licitación oficial en obra civil que se viene observando desde junio se prolongó en septiembre. No obstante, esta variable siguió registrando una caída muy elevada (del 20 % en términos acumulados de doce meses).

Los datos más recientes referidos al comercio exterior de bienes, correspondientes a octubre, muestran un comportamiento más expansivo en la vertiente importadora en comparación con la exportadora. Las ventas al exterior aumentaron en ese mes un 1,2 % en tasa interanual, por debajo del 4,3 % del tercer trimestre. Por grupos de productos, las exportaciones de bienes de equipo y de consumo duradero mantuvieron el dinamismo de meses precedentes, mientras que, por el contrario, las ventas de bienes intermedios

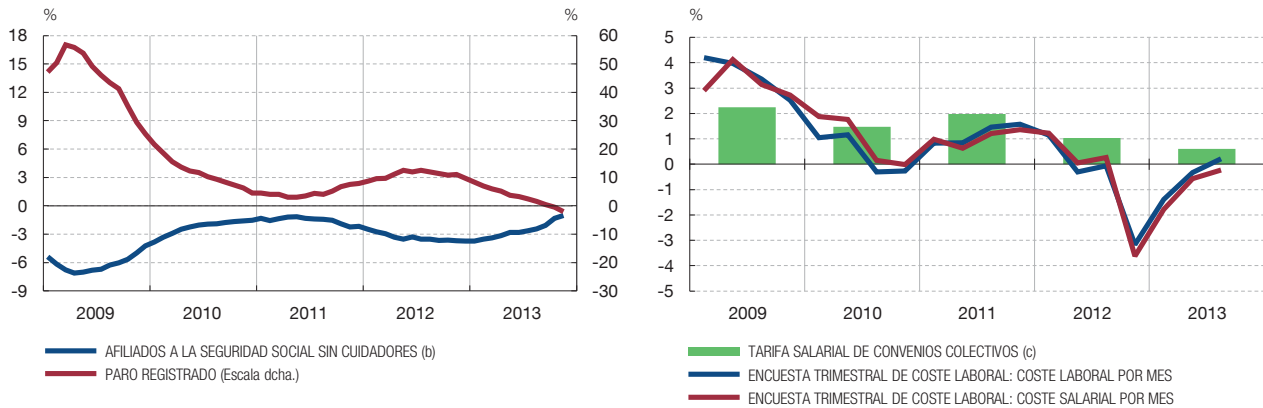
(en particular, energéticos) mostraron una mayor debilidad. Por lo que respecta al desglose geográfico, como viene ocurriendo desde el verano, las exportaciones comunitarias registraron un comportamiento más favorable, con un aumento del 3,4 %, en comparación con las extracomunitarias, que cayeron un 2,8 %. Las importaciones aumentaron en octubre un 8,4 % interanual, casi 5 puntos porcentuales (pp) más que en el tercer trimestre. Como en el caso de las exportaciones, cabe destacar el vigor de las compras de bienes de equipo y de consumo duradero. En este caso, además, también las importaciones de bienes intermedios no energéticos registraron un significativo empuje. El déficit comercial en términos nominales se contrajo un 9 % en tasa interanual, lo que se vio favorecido por el sustancial avance de la relación real de intercambio, en un contexto de fuerte descenso de los IVU de importación. Tanto el saldo energético como el no energético experimentaron una modesta mejoría.

Los diversos indicadores referidos a las exportaciones turísticas han consolidado recientemente el notable dinamismo que ya habían mostrado en la parte central del año. Este componente de la demanda ha seguido viéndose favorecido por el tono más sostenido de la actividad económica en los principales mercados emisores europeos, así como por el mantenimiento de una cierta inestabilidad en algunos destinos competidores de la cuenca sur del Mediterráneo. En octubre, las pernoctaciones hoteleras de viajeros extranjeros y las entradas de turistas no residentes crecieron a una tasa interanual en el entorno del 7 %, de acuerdo, respectivamente, con la Encuesta de Ocupación Hotelera y la Encuesta de Movimientos Turísticos en Fronteras (FRONTUR). En ese mismo mes, el gasto total nominal de los turistas no residentes registró un avance interanual del 16,8 %, fruto tanto del incremento de la afluencia de visitantes como, sobre todo, del aumento de su gasto medio.

De acuerdo con los datos más recientes de la Balanza de Pagos, la economía española experimentó en septiembre una capacidad de financiación de 0,5 mm de euros, superando en 0,1 mm a la observada en el mismo mes de 2012. Con este dato, la capacidad de financiación alcanzada en los nueve primeros meses del año ascendió a 8,1 mm (un 1,1 % del PIB), en contraste con las necesidades de financiación de 11,8 mm acumuladas en el mismo período de 2012. La mejora observada en septiembre en comparación con idéntico mes del año anterior se debió, sobre todo, a la evolución favorable del saldo por cuenta corriente, gracias a la reducción del déficit de transferencias corrientes, al aumento del superávit de servicios y, en menor medida, a la corrección del déficit en el comercio de bienes, mientras que, por el contrario, empeoró el saldo negativo de rentas. Finalmente, el superávit de la cuenta de capital registró un significativo descenso, situándose en 0,1 mm de euros (0,8 mm en septiembre de 2012).

Por el lado de la oferta, la actividad industrial apuntó hacia una cierta ralentización durante el cuarto trimestre, a tenor de la información disponible. Así, el PMI manufacturero se situó en noviembre por debajo del nivel de 50, que constituye el umbral teórico de la expansión de la actividad del sector y por encima del cual se había mantenido durante los tres meses previos. Por su parte, tanto el indicador de confianza de la industria manufacturera de la Comisión Europea como los componentes de la cartera de pedidos y de producción de la Encuesta de Coyuntura Industrial reflejaron en noviembre valores algo menos negativos que en el mes anterior, pero aún por debajo de los registrados en el tercer trimestre. Entre los indicadores cuantitativos, el índice de producción industrial (IPI), desestacionalizado y corregido de calendario, retrocedió en octubre un 0,8 % intermensual, en contraste con el crecimiento del 0,2 % del mes anterior. En términos interanuales, la tasa de variación de este indicador también retornó a terreno negativo, con una caída del 0,8 %. Finalmente,





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

- a Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.
- b Excluyendo a los cuidadores no profesionales.
- c Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta noviembre de 2013.

el empleo industrial, medido a través del número de afiliados a la Seguridad Social, descendió un 0,1 % intermensual en noviembre, en términos de la serie ajustada de estacionalidad y calendario, frente a la tasa nula de octubre. En términos interanuales, los afiliados en la industria disminuyeron en noviembre un 2,6 %.

Por lo que se refiere al sector servicios, los indicadores, tanto cualitativos como cuantitativos, reflejan una prolongación de la tendencia de mejora de la actividad. Entre la información cualitativa, referida a noviembre, el indicador PMI del sector regresó a la zona de expansión (por encima del umbral de 50), que había abandonado en septiembre y octubre. Además, el índice de confianza de la Comisión Europea alcanzó en noviembre su nivel más elevado desde finales de 2007. Por su parte, los afiliados a la Seguridad Social en el sector, descontado el colectivo de cuidadores no profesionales, mantuvieron un crecimiento intermensual del 0,1 % en términos de la serie corregida de calendario y de estacionalidad, moderando adicionalmente su caída interanual hasta el -0,1 %, en tanto que el ritmo de crecimiento interanual del paro registrado continuó atenuándose hasta aproximarse a una tasa de variación nula. Finalmente, el indicador de actividad del sector servicios descendió en octubre un 0,5 % en tasa intermensual, moderando significativamente su ritmo de caída frente al -2,4 % de septiembre.

En relación con el mercado laboral, la información más reciente, referida al mes de noviembre, muestra una continuación de la mejoría observada en meses anteriores. Por un lado, el descenso interanual de las afiliaciones a la Seguridad Social, excluyendo a los cuidadores profesionales, volvió a moderarse en este mes, hasta el -1 % (-1,3 % en octubre; véase gráfico 2). Las cifras mensuales corregidas de estacionalidad mostraron un leve retroceso (del -0,1 %, tras el aumento del 0,2 % estimado para octubre). No obstante, el empeoramiento se concentró en el sector agrícola (-2,1 %), cuya evolución es habitualmente más volátil, mientras que en la industria y la construcción el empleo tendió a estabilizarse y en los servicios de mercado se observó un leve aumento (del 0,1 %). En el agregado que aproxima al sector de las AAPP, la afiliación mantuvo también la tónica de progresiva recuperación de los últimos meses, hasta mostrar un crecimiento interanual del empleo del 1,4 % (0,7 % en octubre). Por otro lado, el descenso interanual de la cifra de parados registrados en los Servicios Públicos de Empleo Estatal (SPEE) se intensificó en

noviembre hasta el -2 %, tras una caída intermensual del -0,5 % en términos desestacionalizados, similar a la registrada en los dos meses precedentes.

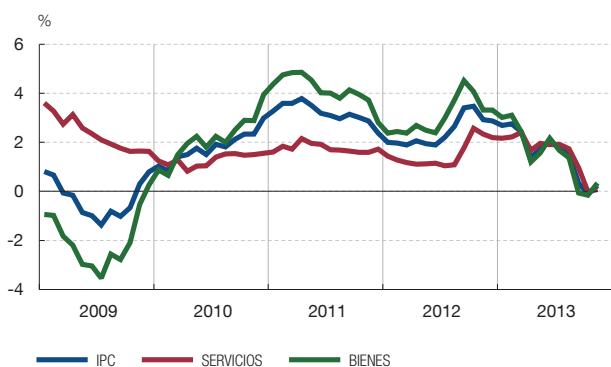
La ejecución presupuestaria de las Administraciones Públicas (excluyendo las Corporaciones Locales), registró hasta septiembre un déficit del 4,8 % del PIB en términos de Contabilidad Nacional (excluyendo las ayudas a Instituciones Financieras), cifra idéntica a la observada en el mismo período del año 2012. Por lo que se refiere a los ingresos, con información más reciente, la recaudación impositiva total (Estado más Administraciones Territoriales) mostró en términos de caja un crecimiento del 3,5 % hasta octubre (3,4 % hasta septiembre), una vez tenidos en cuenta tanto el distinto ritmo de devoluciones de 2013 con respecto a 2012 como otros efectos. Los cambios normativos introducidos habrían generado hasta octubre, según la Agencia Tributaria, una recaudación adicional de 11,1 mm de euros, de los cuales 8 mm corresponden al IVA. Por el lado de los gastos, el crecimiento de los realizados por el Estado se aceleró hasta octubre en términos de Contabilidad Nacional hasta el 6,9 % (frente al 4,9 % registrado en el acumulado hasta el mes anterior). Cabe destacar, no obstante, que continuó la moderación tanto de la remuneración de asalariados (-2,8 %) como de la formación bruta de capital (-4,9 %). Por otro lado, en el subsector de la Seguridad Social, el gasto en pensiones contributivas aumentó un 4,8 % hasta octubre (tasa similar a la de los meses precedentes), mientras que las prestaciones por desempleo siguieron desacelerándose, al registrar una tasa del -4,1 % hasta noviembre (-2,8 % hasta septiembre).

## Precios y costes

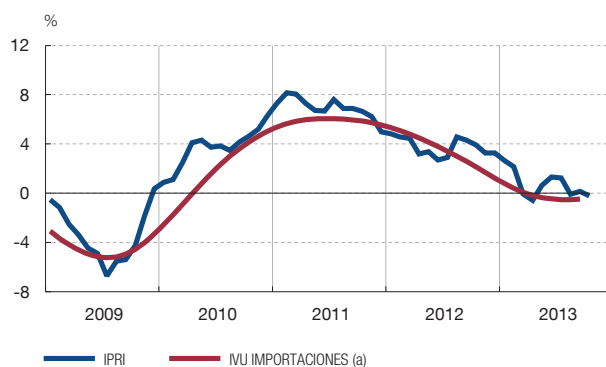
La información más reciente sobre la evolución de los costes laborales apunta a un mantenimiento del tono de contención observado en los últimos trimestres. Según la Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL), el coste por trabajador y mes en la economía no agrícola creció un 0,2 % interanual en el tercer trimestre de 2013, tasa coincidente con la observada en la remuneración por asalariado de la CNTR. En cuanto a la información más reciente, el aumento salarial medio pactado en los convenios colectivos acordados hasta la fecha ha sido del 0,6 %, subida inferior a la de 2012 (1 %) y acorde con la recomendación para el presente año del II Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva. El avance en la negociación colectiva hasta noviembre sigue siendo escaso, en comparación con otros años, pues, a falta de un mes para terminar el ejercicio, solo se han cerrado convenios para 4,6 millones de asalariados, frente a los 5,8 millones de los once primeros meses de 2012. De los asalariados con convenio cerrado, el 64 % están afectados por un acuerdo revisado, con un incremento medio de las tarifas del 0,7 %, si bien la introducción de un cambio metodológico en el procedimiento de registro reduce la representatividad de estos datos. En los convenios de nueva firma, por otro lado, las tarifas aumentaron un 0,4 %, frente al 0,7 % negociado para 2012. En este caso, el número de trabajadores afectados es el mayor desde 2008, lo que probablemente refleja el límite a la ultraactividad de los convenios colectivos aprobado en la reforma del año pasado.

En noviembre, el IPC elevó su tasa de variación interanual en tres décimas, hasta el 0,2 %, tras cuatro meses de acusada desaceleración, que llegó a situar dicha tasa en un valor negativo (-0,1 %) en octubre (véase gráfico 3). Por componentes, los precios de los bienes industriales y energéticos ralentizaron su ritmo de descenso interanual en 0,4 pp y 2 pp, respectivamente, hasta el -0,4 % y -0,7 %, en tanto que los correspondientes a los servicios repuntaron muy levemente (en 0,1 pp, frente al crecimiento nulo del mes anterior). Por el contrario, los precios de los alimentos tanto elaborados como no elaborados siguieron moderando sus tasas de crecimiento interanual (en esta ocasión, en 0,2 pp y 0,5 pp, respectivamente, hasta el 2,5 % y el 0,4 %). Como resultado de la evolución de sus distintos componentes, el IPC no energético y el IPSEBENE observaron ligeros repuntes en su

TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



TASAS DE VARIACIÓN INTERANUALES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Tasa de variación interanual de la tendencia.

ritmo de crecimiento interanual (de una y dos décimas, respectivamente), hasta una tasa del 0,4 % en ambos casos. La variación interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) aumentó tres décimas en noviembre, hasta el 0,3%. Para el conjunto del área del euro, la inflación, medida con el mismo indicador, se incrementó en 0,2 pp, hasta el 0,9 %. En consecuencia, el diferencial de inflación se estrechó en una décima, hasta -0,6 pp, valor similar al alcanzado antes de los incrementos impositivos y de precios regulados que tuvieron lugar en España en 2012.

La tasa de variación interanual del índice de precios industriales se redujo en octubre en tres décimas, hasta el -0,2 % interanual. Por componentes, se desaceleraron los precios industriales de los bienes de consumo no duradero, energéticos y, más modestamente, intermedios, en tanto que las tasas de los componentes de bienes de consumo duradero y de equipo repuntaron ligeramente, aunque siguieron siendo negativas. Finalmente, los precios de exportación y de importación de productos industriales acentuaron su caída en octubre, en dos y cuatro décimas, respectivamente, hasta tasas interanuales del -3 % y -3,4 %.

**Evolución económica y financiera en la UEM**

A lo largo del mes de diciembre los mercados financieros de los países desarrollados han mostrado cierta debilidad. La expectativa de reducción de estímulos monetarios en Estados Unidos, medida finalmente adoptada por la Reserva Federal en su reunión de diciembre, y los ajustes en los mercados bursátiles de cara al fin del ejercicio han contribuido a esta evolución. Los tipos a largo plazo en Estados Unidos y el Reino Unido registraron aumentos, y, en los mercados de divisas, el dólar se depreció frente a las principales monedas, con excepción del yen. La volatilidad aumentó ligeramente, aunque aún se mantiene en niveles históricamente bajos. En los mercados emergentes, se registró cierta divergencia entre el comportamiento de las bolsas, ligeramente a la baja, y el de los indicadores de riesgo de crédito, que mejoraron, y los tipos de cambio, que en muchos casos se depreciaron frente al dólar. A lo largo del mes se han mantenido las salidas de capitales de los fondos que invierten tanto en deuda como en bolsa de mercados emergentes, aunque las emisiones de renta fija continuaron creciendo. Por último, el precio del barril de petróleo tipo Brent se mantuvo estable, oscilando en torno a los 110 dólares. Los metales industriales se encarecieron significativamente tras la recuperación de la actividad —más pronunciada de lo esperado— en algunas economías emergentes.



En Estados Unidos, la estimación final del PIB del tercer trimestre de 2013 arrojó un crecimiento del 4,1 %, en tasa trimestral anualizada (frente al 2,8 % de la estimación de avance). Los indicadores correspondientes al cuarto trimestre muestran, en general, un dinamismo mayor que el esperado —especialmente si se tiene en cuenta el cierre parcial de la Administración Federal en octubre—, aunque la inversión privada no residencial sigue mostrando indicios de debilidad. La creación de empleo se reforzó con el dato de noviembre, cuando se crearon 203.000 puestos de trabajo netos y la tasa de paro se redujo en tres décimas, hasta el 7 %, aunque, como en meses previos, debido a la caída de la tasa de participación. El sector inmobiliario mantiene su dinamismo, destacando el incremento de las viviendas iniciadas en noviembre tras unos meses de cierta atonía; por su parte, los precios de la vivienda han moderado algo su ritmo de aumento. La inflación aumentó en dos décimas en noviembre, hasta el 1,2 %, mientras que la tasa subyacente se mantuvo en el 1,7 %. En este contexto, la Reserva Federal decidió comenzar a reducir sus compras netas mensuales de activos financieros (de 85 mm a 75 mm de dólares) a partir de enero, reduciendo así el impulso monetario, aunque reforzó su orientación futura sobre el tipo de interés oficial en un sentido expansivo, al señalar que no cabe esperar una elevación del mismo hasta bastante tiempo después de que la tasa de paro se sitúe por debajo del umbral del 6,5 %, especialmente si la inflación permanece por debajo del objetivo del 2 %. En el terreno fiscal, se aprobó una ley que reduce parcialmente los recortes automáticos de gasto previstos para 2014 y 2015, a la par que se aprobaron otras medidas, tanto por el lado de los ingresos como de los gastos, para compensar esos recortes.

En Japón, el PIB registró una importante desaceleración en el tercer trimestre, de acuerdo con la estimación revisada, aumentando un 0,3 % intertrimestral, tras el 0,9 % del segundo trimestre. Los indicadores correspondientes al cuarto trimestre ofrecen señales contrastadas: en octubre, la producción industrial, el consumo y los salarios registraron cierta debilidad, mientras que la confianza empresarial, los pedidos de maquinaria y el mercado laboral —con la tasa de paro en el 4 % de la población activa y un repunte de la oferta de empleo— mantuvieron una tendencia favorable. Por su parte, la inflación (medida sobre el IPC excluyendo alimentos frescos) se elevó hasta el 0,9 % en octubre, mientras que la tasa subyacente se situó en terreno positivo por primera vez desde 2008 (0,3 %). El Banco de Japón mantuvo sin cambios su programa de compra de activos. Por último, se anunció un paquete fiscal por un importe equivalente al 3,9 % del PIB, con objeto de compensar el impacto negativo sobre la demanda de la subida del IVA prevista para abril.

En el Reino Unido, el PIB creció un 0,8 % intertrimestral (1,9 % en tasa interanual) en el tercer trimestre, apoyado en el avance de la demanda interna. Algunos indicadores (como los PMI) apuntan al mantenimiento de la recuperación en el cuarto trimestre, aunque los indicadores de consumo privado —ventas minoristas y matriculación de vehículos— se han ralentizado recientemente, lo que podría señalar los límites de una recuperación del gasto sustentada en el descenso de la tasa de ahorro. En el mercado residencial, el precio de la vivienda ha seguido aumentando a un ritmo próximo al 7 % interanual. La creación de empleo se intensificó en la segunda parte del año y la tasa de paro se redujo hasta el 7,4 %. La inflación disminuyó una décima en noviembre, hasta el 2,1 %. El Banco de Inglaterra mantuvo sin cambios sus instrumentos de política monetaria, e indicó que, cuando inicie la retirada del impulso expansivo, elevará los tipos de interés con antelación a iniciar la venta de la cartera de activos acumulada. En el terreno de la estabilidad financiera, se ha anunciado una batería de medidas para contener los riesgos que pueden derivarse de la aceleración del precio de la vivienda, y se ha reorientado el programa de apoyo al crédito —*Funding for Lending Scheme*— hacia préstamos a empresas únicamente.

En los nuevos Estados miembros de la UE el crecimiento aumentó en el tercer trimestre (1,5 % interanual frente al 0,8 % en el segundo trimestre) a pesar de que la aportación de la demanda exterior pasó a ser negativa. En el cuarto trimestre, la actividad ha continuado ganando impulso, mientras que la inflación se ha mantenido en el 0,6 % en noviembre (0,7 % en octubre). En este contexto, el banco central de Hungría recortó el tipo oficial en dos ocasiones, hasta el 3 %, y el de la República Checa reafirmó su compromiso de intervenir en el mercado cambiario para estabilizar el tipo de cambio de la corona al menos hasta principios de 2015. En Turquía, el PIB moderó su dinamismo en el tercer trimestre, creciendo un 0,9 % intertrimestral (2 % en el segundo trimestre), que situó su tasa interanual en el 4,4 %.

En China, los indicadores de actividad, demanda y comercio exterior de noviembre apuntan al mantenimiento de un crecimiento sostenido en el cuarto trimestre. La inflación se moderó hasta el 3 % en noviembre, por debajo del objetivo del Gobierno (3,5 %), con la tasa subyacente estable en el 1,8 %. El banco central introdujo los certificados de depósitos negociables, cuyo tipo de interés quedará determinado por el mercado, lo que supone un nuevo paso en la liberalización financiera. En el resto de Asia emergente, el crecimiento interanual del PIB agregado del área (sin China) se elevó hasta el 4,6 % en el tercer trimestre (4,3 % en el segundo), destacando el avance de la India en cuatro décimas, hasta el 4,8 %, por la mejoría de las exportaciones. La tasa de inflación en noviembre aumentó en dicho país hasta el 7,5 % por el encarecimiento de los alimentos y la energía, y, en menor medida, en el resto de los países de la región. En este contexto no hubo, sin embargo, cambios en las políticas monetarias.

En América Latina, el PIB creció un 2,7 % interanual, frente al 3,6 % registrado en el trimestre previo. La desaceleración se derivó sobre todo del comportamiento de Brasil, cuyo PIB se contrajo cinco décimas en tasa intertrimestral —situando su tasa interanual en el 2,2 %—, por la contracción de la inversión y de las exportaciones, y de Argentina y Venezuela (ambos -0,2 % en tasa intertrimestral). En Chile, el crecimiento mejoró por el sector externo y, en Colombia, por la aceleración de la demanda interna, mientras que en Perú se redujo debido a un menor crecimiento de la inversión, aunque sigue por encima del 4 %. Los primeros datos del cuarto trimestre apuntarían a un cierto repunte del crecimiento en Brasil, México, Perú y Colombia. La inflación aumentó en una décima en noviembre, hasta el 7,9%, a falta del dato oficial de Venezuela (cuya publicación se ha retrasado), con repuntes en México y Chile y estabilidad en el resto de los países. No hubo cambios en los tipos oficiales, aunque en Perú se redujeron los coeficientes de caja en moneda local al tiempo que se intervenía en los mercados de divisas para suavizar la depreciación de la moneda. Además, el informe de inflación del Banco Central de Brasil pareció indicar una moderación en el ciclo alcista de los tipos de interés tras la próxima reunión. En México se aprobó la reforma energética, una de las más relevantes de las propuestas por el Ejecutivo, que ha resultado ser algo más ambiciosa de lo esperado. Las agencias Fitch y Standard and Poor's elevaron los *ratings* soberanos de Colombia y México en un grado, hasta BBB+ en ambos casos, mientras Standard and Poor's y Moody's lo recortaron para Venezuela (hasta B- y Caa1, respectivamente).

En el área del euro, la segunda estimación de la Contabilidad Nacional confirmó un avance del PIB del 0,1 % en el tercer trimestre de 2013, dos décimas inferior al del período de abril-junio. Este menor dinamismo obedeció, principalmente, a la contribución negativa del saldo neto exterior, de -0,3 pp, que fue consecuencia de que las exportaciones se ralentizaron de forma más intensa que las importaciones. Por su parte, la demanda interna aportó 0,1 pp al crecimiento del producto, como resultado del incremento moderado de

		2013					
		Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic (b)
Actividad y precios	Índice de producción industrial	-2,0	-1,5	0,2	0,2		
	Comercio al por menor	-0,7	-0,1	0,3	-0,1		
	Matriculaciones de turismos nuevos	-0,1	-4,1	-2,5	4,2	4,8	
	Indicador de confianza de los consumidores	-17,4	-15,6	-14,9	-14,5	-15,4	-13,6
	Indicador de confianza industrial CE	-10,6	-7,8	-6,6	-5,0	-3,9	
	PMI de manufacturas	50,3	51,4	51,1	51,3	51,6	52,7
	PMI de servicios	49,8	50,7	52,2	51,5	51,2	51,0
	IAPC	1,6	1,3	1,1	0,7	0,9	
Variables monetarias y financieras	M3	2,2	2,3	2,0	1,4		
	M1	7,1	6,8	6,7	6,6		
	Crédito a los sectores residentes	-0,5	-0,5	-0,8	-1,0		
	AAPP	2,2	2,2	0,7	0,8		
	Otros sectores residentes	-1,2	-1,2	-1,2	-1,4		
	<i>Del cual:</i>						
	<i>Préstamos a hogares</i>	0,3	0,3	0,3	0,3		
	<i>Préstamos a sociedades no financieras</i>	-2,8	-2,9	-2,8	-2,9		
	Eonia	0,09	0,08	0,08	0,09	0,10	0,15
	Euríbor a tres meses	0,22	0,23	0,22	0,23	0,22	0,27
	Euríbor a un año	0,53	0,54	0,54	0,54	0,51	0,54
	Rendimiento bonos a diez años	3,10	3,10	3,41	3,16	3,17	3,29
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,53	-0,34	-0,58	-0,54	-0,45	-0,43
	Tipo de cambio dólar/euro	1,308	1,331	1,335	1,363	1,349	1,369
	Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (c)	5,0	3,2	9,8	16,4	17,1	15,7

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

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

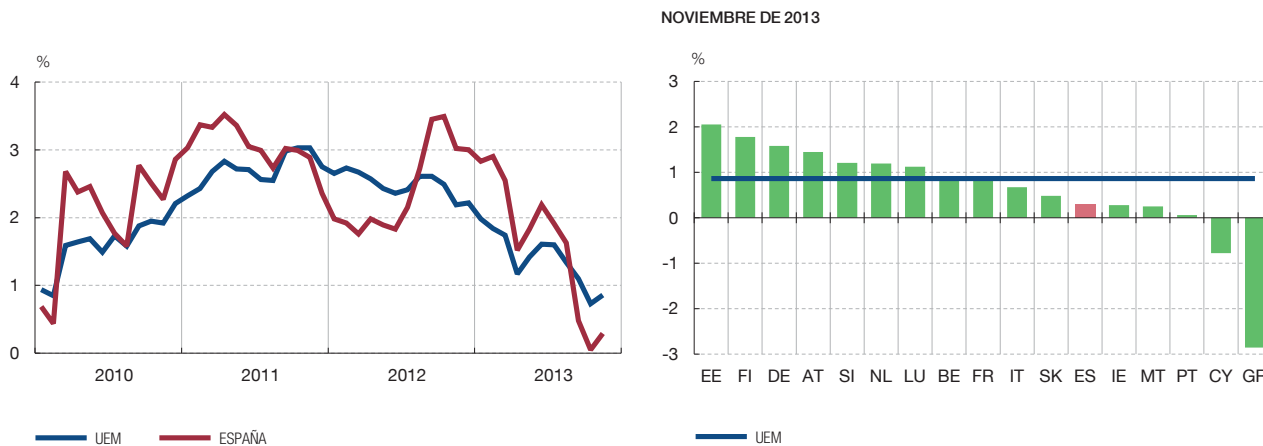
b Datos hasta el día 20 de diciembre de 2013.

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

todos sus componentes, mientras que la variación de existencias contribuyó en 0,3 pp. En términos interanuales, el PIB de la zona del euro —ajustado de estacionalidad— retrocedió un 0,4 %, dos décimas menos de lo observado en el trimestre precedente. En este contexto, las proyecciones de diciembre del Eurosistema contemplan una caída del PIB del 0,4 % para 2013 y un crecimiento del 1,1 % y del 1,5 % para 2014 y 2015, respectivamente, y continúan sujetas a riesgos a la baja.

El número de empleados se mantuvo estable en el tercer trimestre en relación con el período anterior, lo que supuso una caída del 0,8 % en términos interanuales. La tasa de paro se situó en el 12,1 % en octubre, cifra que permanece inalterada desde el mes de abril. El ligero incremento de la remuneración por asalariado en un momento en que la productividad aparente del trabajo se mantuvo casi estancada se tradujo en un aumento de los costes laborales unitarios, que, no obstante, resultó inferior al avance del deflactor del PIB, lo que ha supuesto una ampliación adicional de los márgenes empresariales.

La información más reciente de indicadores económicos, en su mayor parte de carácter cualitativo, relativa al cuarto trimestre, apunta a una suave expansión de la actividad (véase cuadro 1). Desde la vertiente de la oferta, aunque la producción industrial se contrajo



FUENTE: Eurostat.

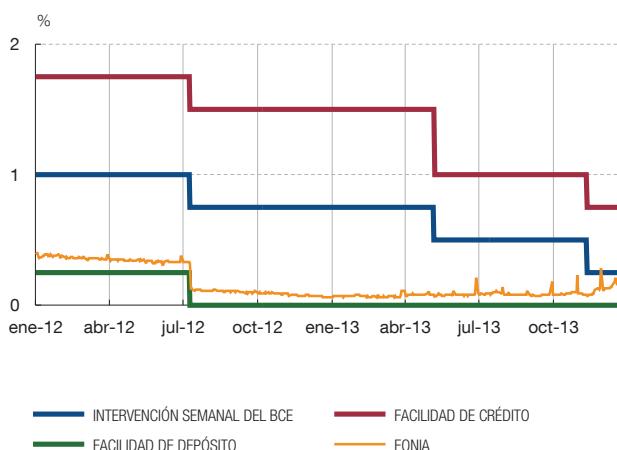
significativamente en octubre, los indicadores de confianza procedentes de las encuestas de la Comisión Europea, relativos a noviembre, y los de directores de compras, de diciembre, mejoraron significativamente, excepto el PMI de servicios, que retrocedió levemente. Por el lado de la demanda, entre los indicadores referidos al consumo, las ventas al por menor disminuyeron en octubre, mientras el indicador de confianza de los consumidores aumentó en diciembre y las matriculaciones de automóviles en noviembre. La valoración de la cartera de pedidos, que guarda estrecha relación con el agregado de inversión, mejoró en noviembre. Finalmente, las exportaciones nominales crecieron ligeramente en octubre a la vez que la valoración de la cartera de pedidos exteriores referida a noviembre y las expectativas de exportación para el cuarto trimestre de 2013 se expandieron.

La inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del IAPC, aumentó dos décimas en noviembre, hasta el 0,9% (véase gráfico 4), reflejo de una menor caída en los precios de la energía y una cierta aceleración en los precios de los servicios que no fue compensada por la desaceleración experimentada por los precios de los alimentos. La inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, se incrementó una décima hasta el 1,1%. Por su parte, los precios industriales volvieron a contraerse en octubre, hasta el -1,4%.

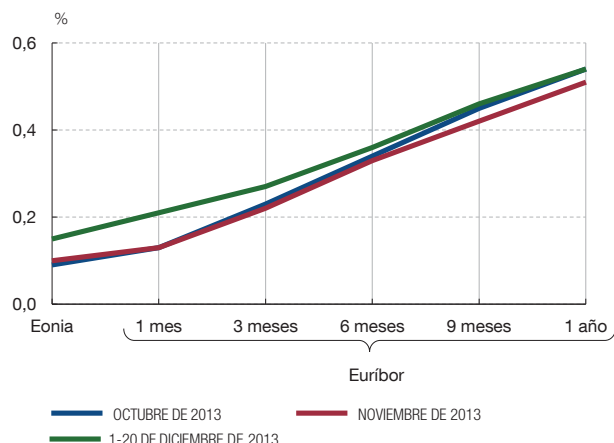
En la reunión del 5 de diciembre, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en el 0,25%, el tipo de la facilidad marginal de crédito en el 0,75% y el tipo de interés de la facilidad de depósito en el 0,00%. A su vez, el Consejo confirmó las orientaciones sobre el curso futuro de la política monetaria anunciadas en julio, esto es, su expectativa de que los tipos de interés oficiales se mantengan en sus actuales niveles, o más bajos, por un período prolongado. Tras la adopción de este conjunto de medidas, consideró que los riesgos sobre las perspectivas de inflación estarían equilibrados.

El Consejo Europeo del 19 y 20 de diciembre dio nuevos pasos en la construcción de la unión bancaria al lograr un acuerdo de orientación general para la creación del mecanismo único de resolución. El segundo pilar de la unión bancaria constará de una única autoridad —la Junta de Resolución— y tendrá el respaldo financiero de un único fondo —el Fondo de Resolución—. Este fondo se nutrirá de contribuciones de la banca y, de una manera

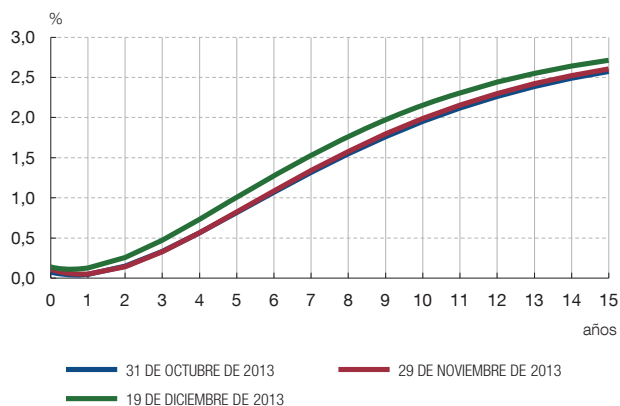
TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



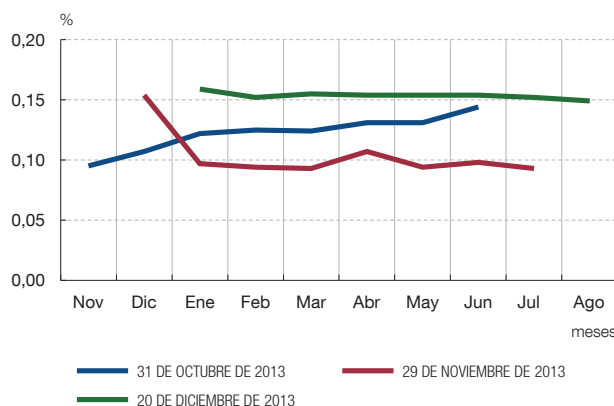
MERCADO INTERBANCARIO (media mensual)



CURVA CUPÓN CERO (a)



TIPO EONIA ESPERADO



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Estimación con datos del mercado de swaps.

progresiva a lo largo de diez años, su saldo se mutualizará, esto es, perderá su carácter nacional y se podrá utilizar para la resolución de entidades independientemente del país de origen de las contribuciones. Asimismo, en el ámbito regulatorio, el Parlamento y el Consejo de la UE lograron acuerdos políticos en relación, por un lado, con las normas comunes que regirán los fondos de garantía de depósitos nacionales y, por otro, con la Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria.

La rentabilidad del bono alemán aumentó durante el mes de diciembre (18 pp) en mayor medida que la del bono a diez años de Estados Unidos, lo que redujo el diferencial entre ambas, aunque este sigue en torno a los 100 puntos básicos. En los mercados de deuda pública de la UEM, los diferenciales con respecto al bono alemán de la mayor parte de los soberanos siguieron reduciéndose en los últimos días.

Durante el mes de diciembre, los tipos de interés en el mercado interbancario se incrementaron ligeramente, situándose los tipos a uno, tres y doce meses en 0,2 %, 0,3 % y 0,5 %, respectivamente (véase gráfico 5).





FUENTE: Banco Central Europeo.

## TIPOS DE INTERÉS Y MERCADOS FINANCIEROS NACIONALES

## CUADRO 2

En porcentaje

	2010	2011	2012	2013				
	Dic	Dic	Dic	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic (a)
<b>Tipos bancarios (b)</b>								
Hogares e ISFLSH								
Crédito para adquisición de vivienda	2,66	3,66	2,93	3,27	3,20	3,12	...	...
Crédito para consumo y otros fines	6,35	7,29	6,98	7,98	7,77	7,70	...	...
Depósitos	1,70	1,72	1,72	1,06	1,07	1,07	...	...
Sociedades no financieras								
Crédito (c)	3,24	4,02	3,66	3,90	3,47	4,13	...	...
<b>Mercados financieros (d)</b>								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	3,05	3,40	2,08	1,08	1,12	0,81	0,62	0,81
Deuda pública a cinco años	4,64	4,63	4,26	3,36	3,20	2,99	2,62	2,66
Deuda pública a diez años	5,42	5,45	5,36	4,51	4,42	4,23	4,11	4,12
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	2,47	3,43	4,00	2,70	2,49	2,41	2,38	2,30
Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)								
IBEX-35 (f)	-17,43	-13,11	-4,66	1,51	12,47	21,31	20,45	18,64

FUENTES: Datastream y Banco de España.

a Media de datos diarios hasta el 20 de diciembre de 2013.

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

c Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.

d Medias mensuales.

e Primas medias ponderadas por el volumen total de activos en diciembre de 2012.

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

En los mercados de renta variable, la cotización de las acciones, medida a través del índice EUROSTOXX 50, acumuló un descenso del 1,2 % durante el mes de diciembre, lo que redujo la ganancia anual al 15,7 %. En los mercados de divisas, el tipo de cambio del euro se apreció en diciembre en un 0,3 % frente al dólar, hasta situarse en 1,37 \$/€, así como en un 0,3 % en términos efectivos nominales (véase gráfico 6).

Crecimiento interanual (T1,12) (a)

	2013	2011	2012	2013		
	Oct (b)	Dic	Dic	Ago	Sep	Oct
Financiación total	2.827,0	1,7	1,4	1,3	0,9	0,9
Sociedades no financieras, hogares e ISFLSH	1.875,0	-2,1	-5,0	-5,1	-5,4	-5,3
Hogares e ISFLSH	793,9	-2,4	-3,8	-4,3	-4,6	-4,7
<i>De la cual:</i>						
<i>Crédito para adquisición de vivienda (c)</i>	614,9	-1,7	-3,6	-4,2	-4,5	-4,5
<i>Crédito para consumo y otros fines (c)</i>	176,0	-4,7	-4,7	-4,7	-5,1	-5,6
Sociedades no financieras	1.081,0	-1,8	-5,9	-5,7	-5,9	-5,7
<i>De la cual:</i>						
<i>Préstamos de entidades de crédito residentes (c)</i>	667,4	-4,2	-7,8	-9,0	-9,2	-8,6
<i>Valores de renta fija (d)</i>	82,3	9,9	14,2	12,3	10,5	6,6
Administraciones Públicas (e)	952,0	14,4	20,0	17,9	16,7	16,3
Valores a corto plazo	86,4	9,0	-14,1	15,8	7,1	3,7
Valores a largo plazo	661,1	15,4	14,2	18,1	17,2	17,2
Créditos y resto	204,5	14,5	69,1	18,1	19,9	19,5

FUENTE: Banco de España.

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

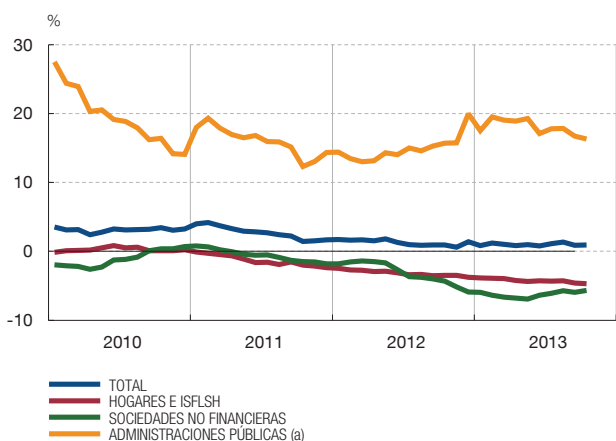
Los préstamos a las sociedades no financieras registraron en octubre un flujo mensual negativo, por octavo mes consecutivo, de manera que la tasa interanual se situó en el -2,9%. Los préstamos a hogares mantuvieron su atonía, registrando un ritmo de crecimiento casi nulo. Finalmente, el agregado monetario M3 creció en octubre un 1,4% en tasa interanual, lo que representa un descenso de seis décimas respecto al mes anterior. Esta desaceleración viene explicada por el peor comportamiento de los depósitos a plazo y los instrumentos de mercado.

### Evolución financiera en España

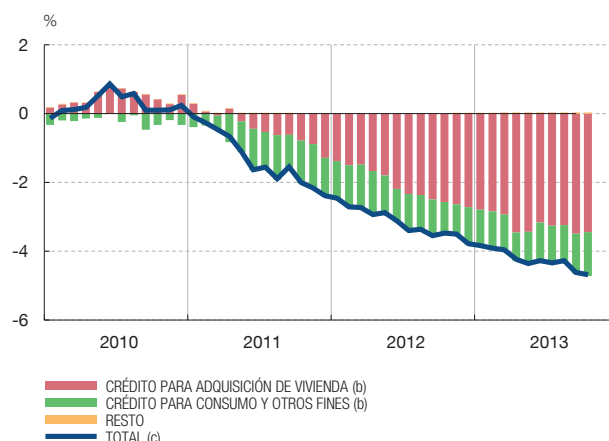
Durante los días transcurridos de diciembre la rentabilidad de la deuda pública española a largo plazo apenas varió, mientras que las primas de riesgo de los valores de renta fija emitidos por los sectores residentes volvieron a descender ligeramente. Por su parte, la información más reciente de los balances de los distintos agentes no financieros, correspondiente a octubre, muestra una cierta desaceleración de los pasivos de las Administraciones Públicas (AAPP), un mantenimiento de la tasa de contracción interanual de la financiación a los hogares, una ligera moderación de la de las sociedades y un mayor dinamismo de los activos financieros más líquidos en poder de estos dos últimos sectores. Los datos provisionales correspondientes a noviembre apuntan a una prolongación de las mismas pautas del mes precedente en el caso de la deuda de las familias y las empresas y a una estabilidad en el ritmo de expansión de sus activos financieros más líquidos.

En la parte transcurrida de diciembre, los tipos de interés negociados de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de las obligaciones a diez años se situaron, en promedio, en el 0,81% y el 4,12%, respectivamente, lo que supone un aumento de 19 pb y 1 pb en relación con los correspondientes niveles de noviembre (véase cuadro 2). La rentabilidad de la referencia alemana a largo plazo aumentó, en media, más que la española, por

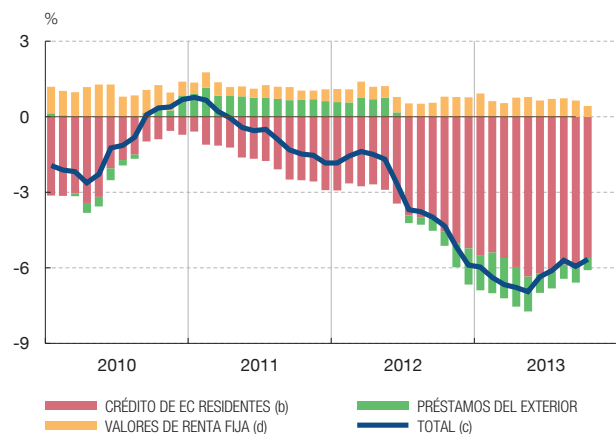
CRECIMIENTO INTERANUAL



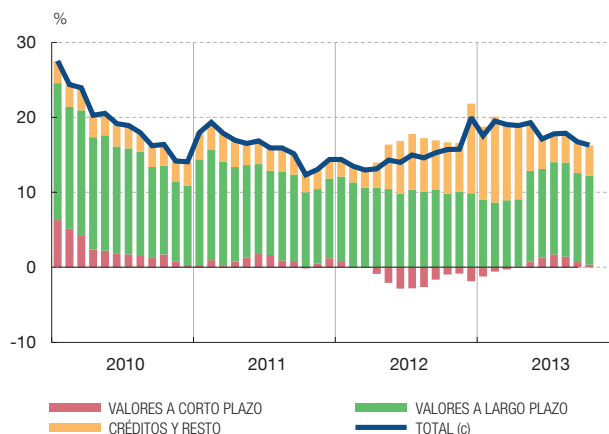
FINANCIACIÓN A HOGARES E ISFLSH. CONTRIBUCIONES



FINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. CONTRIBUCIONES



FINANCIACIÓN A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (a). CONTRIBUCIONES



FUENTE: Banco de España.

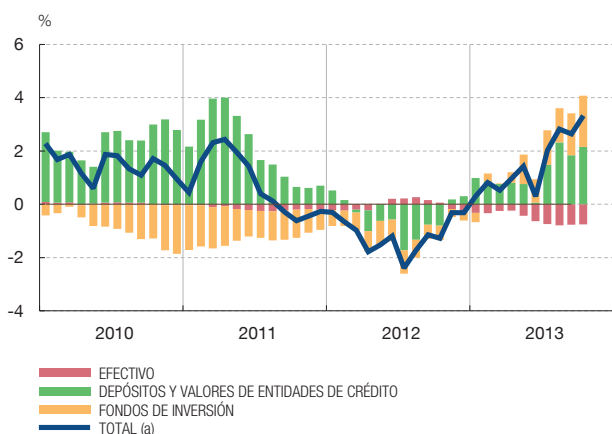
- a Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.
- b Incluye los créditos titulizados.
- c Crecimiento interanual.
- d Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

lo que el diferencial entre ambas disminuyó 8 pb, hasta los 230 pb. Por su parte, las primas de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas bajaron 16 pb, hasta los 112 pb.

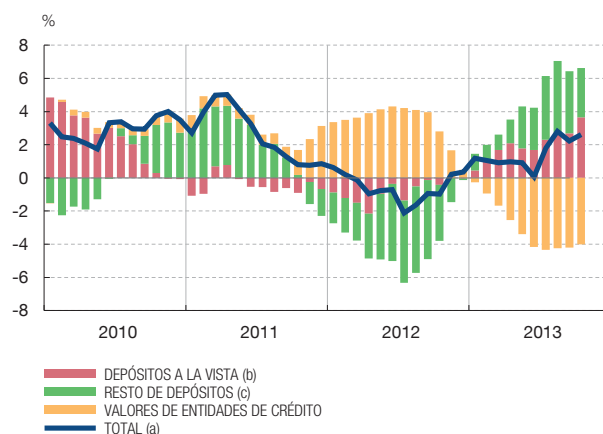
En la fecha de cierre de este artículo, el IBEX 35 se situaba un 1,5% por debajo del nivel alcanzado a finales de noviembre, una evolución similar a la experimentada, durante el mismo período, por el EUROSTOXX 50 de las bolsas de la UEM (que descendió un 1,2%) pero más desfavorable que la del S&P 500 de Estados Unidos (que subió un 0,7%). En términos acumulados desde principios de año, el IBEX 35 presentaba, en esa fecha, una revalorización del 18,6%, una cifra algo superior al aumento del 15,7% del EUROSTOXX 50 pero inferior al incremento del 27,5% registrado por el S&P 500.

Los tipos de interés aplicados por las entidades en las nuevas operaciones con su clientela tuvieron en octubre una evolución diferenciada por instrumentos. Así, en los créditos a las familias se observaron descensos, de 8 pb en el caso de los destinados a la

TOTAL ACTIVOS FINANCIEROS LÍQUIDOS. CONTRIBUCIONES



DEPÓSITOS Y VALORES DE ENTIDADES DE CRÉDITO. CONTRIBUCIONES



FUENTE: Banco de España.

- a Crecimiento interanual.
- b Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses.
- c Depósitos a plazo, cesiones temporales y depósitos de residentes en sucursales extranjeras de entidades de depósito residentes.

adquisición de viviendas y de 7 pb en el resto de las finalidades, hasta situarse en el 3,12 % y 7,7 %, respectivamente. En cambio, el coste de la financiación a las sociedades, que presenta una mayor variabilidad, aumentó en 66 pb hasta el 4,13 %. Por último, la remuneración de los depósitos de los hogares se mantuvo en el 1,07 %, el mismo nivel del mes precedente.

En octubre, el avance interanual de la financiación recibida por el conjunto de los agentes residentes no financieros se situó en el 0,9 %, la misma cifra que en el mes precedente (véanse cuadro 3 y gráfico 7). Esta evolución fue el resultado de una ligera desaceleración de los fondos captados por las AAPP, una cierta moderación en la contracción de la deuda de las empresas y una estabilidad en el ritmo de caída del crédito a los hogares.

La tasa de descenso interanual de los pasivos de las familias se situó en octubre en el 4,7 %, 0,1 pp más que en el mes anterior. La desagregación por finalidades muestra que el ritmo de reducción del crédito para adquisición de vivienda se mantuvo estable (en el 4,5 %, la misma cifra que en septiembre), mientras que el de los préstamos destinados al consumo y a otros fines aumentó del 5,1 % al 5,6 %. Por su parte, los recursos obtenidos por las sociedades no financieras se contrajeron, en términos interanuales, al 5,7 %, frente al 5,9 % registrado un mes antes. El detalle por instrumentos evidencia un retroceso de 0,6 pp en el ritmo de caída interanual de los préstamos concedidos por las entidades de crédito residentes, que se situó en el 8,6 %, y un menor dinamismo de las emisiones de valores de renta fija, con una expansión del saldo del 6,6 % en los últimos doce meses (frente al 10,5 % de septiembre).

La tasa de crecimiento interanual de la financiación recibida por las AAPP fue, en octubre, del 16,3 %, 0,4 pp por debajo del dato del mes precedente. Por instrumentos, se observó una menor expansión de los valores a corto plazo y de los créditos recibidos, acompañada del mantenimiento del dinamismo de los valores a largo plazo, que aumentaron a un ritmo interanual del 17,2 %.

En octubre, la tasa de avance interanual de los activos financieros más líquidos de las carteras de los hogares y de las sociedades no financieras repuntó hasta situarse en el 3,3 %, 0,9 pp por encima de la cifra de septiembre (véase gráfico 8). Por instrumentos, esta evolución fue resultado del mayor dinamismo de los fondos de inversión y de los depósitos a la vista, la moderación en la caída de los valores emitidos por las entidades de crédito, la ralentización del resto de los depósitos y la estabilidad en el ritmo de contracción del efectivo.

23.12.2013.



Este artículo ha sido elaborado por José Manuel Montero y Alberto Urtasun, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

## Introducción

La economía española ha experimentado en los últimos años una intensa mejora de su competitividad, que ha sido más visible en términos de los costes laborales por unidad de producto, de modo que, en términos de esta variable, al finalizar 2013 se habían corregido casi completamente las pérdidas acumuladas de competitividad desde el inicio de la UEM. Si se atiende a la evolución del IAPC, el elevado diferencial acumulado en el período 1999-2007 solo se ha reducido parcialmente, debido, en parte, al encarecimiento de los precios de la energía y al aumento de los impuestos indirectos y de los precios administrados. En el caso del deflactor del PIB, su evolución, más contenida en España que en la zona del euro en estos últimos años, tampoco ha sido suficiente para compensar el deterioro de los precios relativos en la fase alcista anterior a 2007.

Para entender los factores que subyacen a esta evolución relativamente dispar entre este conjunto de variables resulta de interés analizar el comportamiento de los márgenes empresariales, que son la variable relevante para caracterizar las decisiones de las empresas relativas al grado de traslación del comportamiento de los costes de producción a los precios de venta. El análisis de los márgenes se enfrenta, no obstante, a la dificultad de tratarse de una variable que normalmente no se puede observar de forma directa. Para sortear este problema, una aproximación consiste en computar los márgenes empresariales a escala agregada mediante la ratio entre el excedente bruto de explotación (EBE) y el valor añadido bruto (VAB) de las sociedades no financieras (SNF). Sin embargo, este enfoque no está exento de problemas. En primer lugar, el EBE incluye, entre otros factores, la remuneración del capital y el coste por depreciación, lo que dificulta su interpretación como beneficio empresarial. Adicionalmente, un análisis agregado encubre diferencias sectoriales que pueden ser relevantes. En segundo lugar, la medición del EBE puede diferir dependiendo de las fuentes estadísticas utilizadas, reflejando en parte las discrepancias metodológicas en su elaboración, como ha ocurrido en el caso de la economía española en el período más reciente<sup>1</sup>.

Motivado por la discusión anterior, y con el objetivo de obtener una medida de márgenes que represente mejor el desarrollo que se trata de examinar, en este artículo se estima, en primer lugar, el margen del precio sobre el coste marginal de las SNF españolas para el período 1995-2011, a partir de información desagregada a escala de empresa. En segundo lugar, se estudian algunos de los posibles determinantes de la evolución de los márgenes sobre coste marginal estimados, especialmente los relativos a la situación financiera de las empresas, u otros, que pueden incidir en el grado de competencia en el que las empresas toman sus decisiones<sup>2</sup>.

Este tipo de análisis requiere, por tanto, la utilización de información desagregada a escala de empresa o de rama productiva. En concreto, siguiendo la metodología empleada por

<sup>1</sup> Por ejemplo: mientras que los datos de la Contabilidad Nacional se elaboran siguiendo los criterios contables de las Cuentas Nacionales (armonizados en el SEC-95), otras fuentes —como la Central de Balances o la Agencia Tributaria— se rigen por las normas de la contabilidad empresarial. Esto significa que, más allá de las diferencias muestrales, el tratamiento de los consumos intermedios y de algunos impuestos puede diferir en las respectivas bases de datos y con ello el cómputo de las distintas aproximaciones al excedente y los márgenes.

<sup>2</sup> Véanse el trabajo de referencia de Rotemberg y Saloner (1986) o, más recientemente, Etro y Colciago (2010) y las referencias ahí citadas.

**Evolución  
de los márgenes  
precio-coste: un enfoque  
microeconómico**

Montero y Urtasun (2013)<sup>3</sup>, en los análisis que se presentan a continuación se utilizan datos procedentes de un panel de empresas no financieras que cubre prácticamente todas las ramas de actividad a dos dígitos para el período 1995-2011<sup>4</sup>. Esta muestra combina información procedente de los estados contables y de cuestionarios complementarios recopilada en la Central de Balances Anual (CBA) del Banco de España y del procesamiento de la información contable depositada en los Registros Mercantiles (CBB)<sup>5</sup>. De este modo se logra una muestra con un elevado nivel de representatividad, tanto por rama como por tamaño de empresa.

El artículo se estructura de la siguiente forma. En la sección segunda se describe la dinámica de los márgenes sobre coste marginal estimados con datos microeconómicos, mientras que en la sección tercera se investigan los posibles determinantes que explicarían su comportamiento durante el período más reciente y en la última sección se resumen las principales conclusiones.

Bajo la hipótesis habitual de que las empresas toman sus decisiones de precios, costes y producción para maximizar sus beneficios, el precio óptimo es aquel que iguala el ingreso atribuible a la producción y venta de la última unidad de producto (*ingreso marginal*) al coste de producción de dicha unidad (*coste marginal*). Es a esta ratio entre el precio y el coste marginal a la que se denomina «margen sobre el coste marginal» (*markup*). Ahora bien, mientras que el precio es una variable, directa o indirectamente, observable<sup>6</sup>, el coste marginal es un concepto de difícil medición empírica y cuya caracterización teórica depende, entre otros factores, de las propiedades de la función de producción asumidas para la empresa en cuestión.

En el trabajo sobre el que se basa este artículo, se utiliza un marco conceptual, común en la literatura de referencia, para derivar una relación entre producción y factores productivos que permite estimar los márgenes sobre coste marginal a partir de datos de los balances empresariales<sup>7</sup>. En particular, se considera que las empresas minimizan sus costes de producción y actúan como precio-aceptantes en los mercados de factores productivos, mientras que en el mercado de productos gozan de cierto poder de mercado a la hora de fijar sus precios. Además, para estimar los márgenes sobre coste marginal es necesario realizar algún tipo de supuesto sobre la función de producción de las empresas. En este caso, se adopta una función genérica con las propiedades habituales y con rendimientos a escala que no varían a lo largo del tiempo. Esta última hipótesis trata de reflejar el hecho de que durante períodos de tiempo relativamente breves, como el considerado en este estudio, los principales parámetros tecnológicos de la función de producción de las empresas no cambian sustancialmente<sup>8</sup>.

En el contexto del marco conceptual descrito, se estima una medida del margen sobre coste marginal a partir de datos desagregados de sociedades no financieras españolas procedentes de la CBA y la CBB, durante el período 1999-2011. El gráfico 1 muestra la

3 Documento en proceso de revisión para su próxima publicación como Documento de Trabajo del Banco de España.

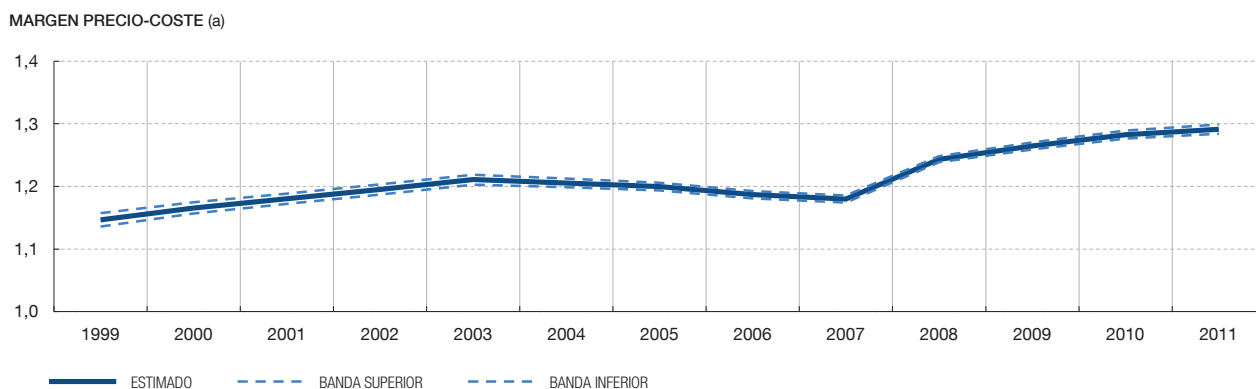
4 Se manejan más de 347.000 empresas para un total de más de dos millones de observaciones.

5 Para más detalles sobre estas bases de datos, consúltese *Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras, 2011*, Banco de España (2012).

6 En algunos trabajos —como, por ejemplo, Gilchrist *et al.* (2013)— se combinan datos empresariales de balances con bases de microdatos de precios.

7 Este marco conceptual general fue originalmente desarrollado por Hall (1986). Véase también Klette (1999).

8 Como medida de robustez, esta hipótesis se ha contrastado utilizando datos de ramas de actividad de la Contabilidad Nacional para el período 1995-2010, según la metodología propuesta por Basu (1996).



FUENTE: Banco de España.

a Véase Montero y Urtasun (2013) para los detalles de la estimación.

evolución de esta variable estimada para el total de las SNF, pudiéndose distinguir dos etapas claramente diferenciadas: un período inicial, que transcurre hasta 2007, en el que el margen sobre coste marginal se mantiene aproximadamente estable en torno a valores ligeramente superiores a la unidad, que es el que se correspondería con mercados perfectamente competitivos, seguido del período que cubre la crisis económica, hasta 2011, en el que repunta de manera continuada. Para interpretar este resultado es necesario tener en cuenta que un aumento de la brecha entre precios y costes marginales puede ser coherente con un retroceso de los beneficios empresariales totales, cuando los precios son poco sensibles frente a la contracción de la demanda y de la actividad. En el recuadro 1 se ilustra de manera sencilla esta posible situación en la que se han podido encontrar las empresas españolas durante la crisis.

En el gráfico 2 se muestra la evolución del margen sobre coste marginal estimado para una clasificación de las SNF en seis grandes ramas agregadas de actividad (véase el cuadro 1 para una definición de estas ramas). A partir de estos datos, se aprecia un comportamiento de los márgenes sobre coste marginal estimados a lo largo del tiempo muy similar entre ramas (véase el panel izquierdo del gráfico 2)<sup>9</sup>, con una evolución relativamente estable hasta 2007 —salvo en el caso de las ramas primarias, que son más volátiles— y un repunte con posterioridad, cuya intensidad varía según las ramas. Además, cabe destacar el grado de sincronización alcanzado por los márgenes sobre coste marginal de las tres principales ramas de actividad (manufacturas, servicios de mercado y construcción), aunque su aumento reciente ha sido sensiblemente inferior en este último sector.

En resumen, los resultados de las estimaciones a partir de datos desagregados muestran que el comportamiento de los márgenes sobre coste marginal de las empresas españolas ha seguido un patrón bastante homogéneo entre ramas de actividad<sup>10</sup>, lo que sugiere una posible presencia de factores comunes que explican buena parte de su evolución, en particular durante el reciente período de crisis. Esta cuestión se analiza en la sección siguiente.

9 La interpretación del margen precio-coste de la rama de energía, gas y agua es más compleja, al tratarse de sectores regulados.

10 Montero y Urtasun (2013) también presentan estimaciones de los márgenes clasificando las empresas por su tamaño —en términos de empleo— y encuentran, de nuevo, un patrón temporal bastante homogéneo, aunque con ciertas diferencias entre los estratos más pequeños (empresas de 1 a 19 empleados), los estratos medios (20-249) y los más grandes (más de 250).

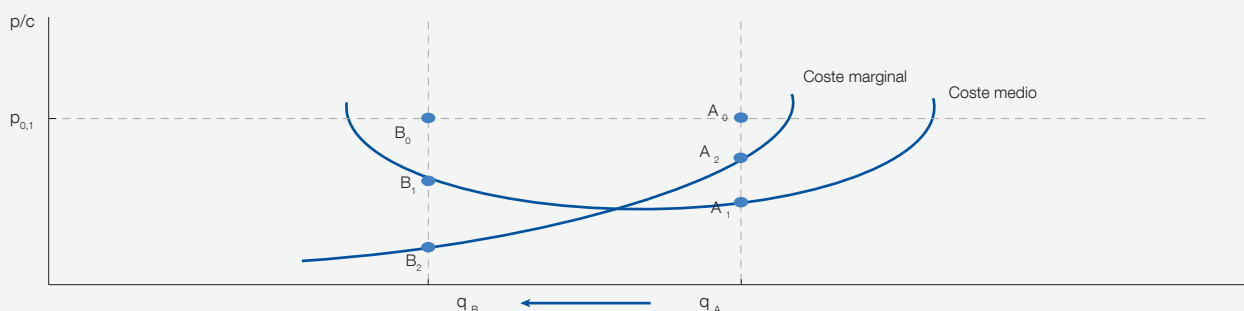
En promedio, los márgenes sobre coste marginal de las empresas españolas han tendido a aumentar recientemente, en un contexto de contracción muy acusada de la actividad que ha tenido su reflejo en una caída del volumen de ventas y de los beneficios empresariales. En concreto, según los datos combinados de la CBA y de la CBB, las ventas de las empresas no financieras retrocedieron un 12 % en términos nominales entre 2007 y 2011 (equivalente a un -14 % en términos reales, obtenido a partir del deflactor del PIB) y su volumen de beneficios se contrajo un 38 %.

El siguiente ejemplo ilustra cómo una caída de la demanda, en un entorno en el que las empresas encuentran incentivos para mantener sus precios relativamente inalterados, bien por la estructura del mercado en el que operan, bien por su situación financiera o por cualesquiera otros factores —incluidas posibles rigideces nominales—, puede dar lugar, de forma natural, a un aumento en los márgenes sobre coste marginal y a una caída simultánea de los beneficios<sup>1</sup>.

1 Este ejemplo está inspirado en algunos de los casos considerados por Kimball (1995) y Rotemberg (2008).

El gráfico adjunto representa las curvas de costes de una empresa habituales en la teoría microeconómica, que a corto plazo no puede ajustar de manera inmediata alguno de sus factores productivos, en la que su función de coste medio, o por unidad de producto, a partir de un determinado volumen de producción presenta una pendiente creciente. Considérese una situación inicial en la que la empresa presenta un volumen de producción  $q_A$ , que, para un nivel de precios  $p_0$ , es coherente con un flujo de beneficios positivo, en la medida en que el margen unitario (la diferencia entre el precio y el coste medio, que se corresponde con la distancia entre los puntos  $A_0$  y  $A_1$ ) es positiva. A efectos de ilustrar de un modo muy sencillo el efecto conjunto de una caída en la demanda y de un elevado nivel de rigidez en el precio, se supondrá, por simplicidad, que este último no cambia en absoluto cuando la demanda se contrae hasta una cantidad  $q_B$ . En esa nueva situación, el margen sobre coste marginal, que en el gráfico coincide con la distancia entre  $B_0$  y  $B_2$ , habría aumentado, mientras que el margen unitario (la distancia vertical entre  $B_0$  y  $B_1$ ) caería, lo cual, unido al menor volumen de producción, implicaría un beneficio total más reducido, en línea con los datos anteriores relativos a las SNF españolas en el período más reciente.

DETERMINACIÓN DE MÁRGENES SOBRE COSTES MEDIOS Y MARGINALES: UN EJEMPLO (a)



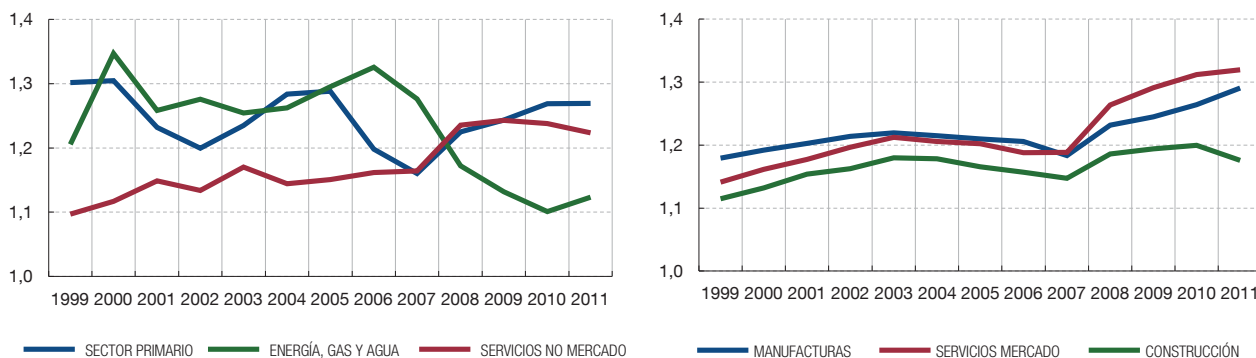
FUENTE: Banco de España.

a. En este gráfico, por simplicidad, no se representan ni la curva de demanda ni la de ingreso marginal.

**Determinantes de los *markups***

El análisis de los datos utilizados revela un comportamiento de los márgenes sobre coste marginal claramente contracíclico durante el período de crisis<sup>11</sup>. Aunque no existe un planteamiento teórico comúnmente aceptado acerca del comportamiento cíclico más plausible del margen del precio sobre el coste marginal, se dispone de abundante literatura económica —tanto teórica como empírica— que justificaría este tipo de relación entre ciclo y márgenes, en particular para la economía de Estados Unidos. En efecto, algunos

11 Existe cierta evidencia de que el comportamiento no ha sido un fenómeno aislado en el ámbito del área del euro, ya que otros países sometidos a inestabilidad financiera durante el período más reciente (como Portugal e Irlanda) también han mostrado el mismo patrón.



FUENTE: Banco de España.

a Véase Montero y Urtasun (2013) para los detalles de la estimación.

## DEFINICIÓN DE LAS RAMAS Y CORRESPONDENCIA CON LA CNAE-2009

CUADRO 1

	Descripción	Sección CNAE-2009
Sector primario	Agricultura, ganadería, silvicultura, pesca e industrias extractivas	A-B
Manufacturas	Industria manufacturera	C
Energía, gas y agua	Suministro de energía eléctrica, gas, vapor y aire acondicionado. Suministro de agua, actividades de saneamiento, gestión de residuos y descontaminación	D-E
Construcción	Construcción	F
Servicios de mercado	Comercio, transporte, hostelería, información y comunicaciones, act. inmobiliarias, etc.	G-J, L-N
Servicios de no mercado	Educación, sanidad, servicios sociales, actividades artísticas y recreativas, y otros servicios	P-S

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

análisis empíricos recientes, como el efectuado por Gilchrist *et al.* (2013) para la economía estadounidense, sugieren que las empresas tienden a apurar las posibilidades para elevar los márgenes sobre coste marginal cuando sus condiciones de financiación externa se tornan más desfavorables.

En el caso de las economías europeas, la evolución de los márgenes sobre coste marginal está muy condicionada, entre otros factores, por las peculiaridades de sus mercados de trabajo, caracterizados por una elevada dualidad. En este contexto, una parte importante del ajuste ante perturbaciones cíclicas severas se basa en la destrucción de empleo temporal, lo que permite un recorte de los costes laborales y un incremento de la productividad, que redundan, *ceteris paribus*, en mejoras de los márgenes. Bakker y Zeng (2013) muestran evidencia en este sentido para las economías de la UE durante el período más reciente. Los factores anteriores, que contribuyen a explicar una parte importante de la reducción de los costes unitarios en la economía española en el período de referencia, sin embargo no explican por sí solos una traslación parcial de los ajustes de costes a los precios finales. Para ello hay que apelar a otro tipo de factores que sean coherentes con el incremento de los márgenes sobre coste marginal estimado anteriormente.



	Descripción
Margen precio-coste inicial	Margen precio-coste estimado para el período 2001-2007
Ratio de deuda	Ratio de recursos ajenos ajustados por activos líquidos sobre el activo total. Media sectorial en 2007
Índice de concentración	Índice de Herfindahl-Hirschman de concentración, consistente en la suma de las cuotas de mercado de cada empresa al cuadrado
Stock de capital	Inmovilizado material e inversiones inmobiliarias. Media sectorial en 2007
Intensidad de innovación	Ratio de activos intangibles sobre el total de activos. Media sectorial en 2007

FUENTE: Banco de España.

Un posible factor explicativo de la evolución contracíclica de los márgenes entre el precio y el coste marginal<sup>12</sup> es el relacionado con el escenario financiero al que se enfrentan las empresas durante una crisis o recesión profunda. Chevalier y Scharfstein (1996) y, más recientemente, Gilchrist *et al.* (2013) muestran que, en un contexto de fuerte presión financiera (alto endeudamiento y endurecimiento en las condiciones de financiación), las empresas pueden decidir elevar su margen precio-coste, pese a la debilidad de la demanda y la posibilidad de perder cuota de mercado, como mecanismo para generar recursos internos y hacer frente a sus obligaciones financieras, mejorar su posición patrimonial, financiar proyectos de inversión y acomodar posibles perturbaciones financieras. En este sentido, Gilchrist *et al.* (2013) aportan evidencia de que las empresas estadounidenses con peor situación financiera fijaron precios que, en media, eran superiores a los de sus competidores con balances más saneados durante la recesión de 2008-2009.

Para evaluar la relevancia empírica de esta hipótesis, y de otros factores que se describen más abajo, se plantean unas regresiones en las que la variable dependiente es el incremento del margen precio-coste estimado entre 2007 y 2011 para las distintas ramas de actividad consideradas. Asimismo, para aproximar el efecto de la presión financiera sobre la política de las empresas españolas se construye una medida de presión financiera basada en la ratio de deuda sobre activo, que es habitual en la literatura sobre fricciones financieras<sup>13</sup>. En concreto, se considera la ratio de recursos ajenos ajustados por activos líquidos sobre el activo total<sup>14</sup>. El signo esperado de este coeficiente es positivo, en línea con los argumentos expuestos más arriba; es decir, a mayor presión financiera, mayor incremento esperado de márgenes.

Adicionalmente, se consideran otras variables que, en principio, pueden contribuir a explicar el comportamiento de los márgenes precio-coste (véase cuadro 2). Así, con el objetivo de aproximar el efecto de la estructura competitiva de los mercados de bienes y servicios sobre la variación de los márgenes sobre coste marginal durante el período de análisis, en las estimaciones se incluye como variable explicativa el nivel promedio del margen precio-coste en cada rama productiva antes del comienzo de la crisis, en 2007. Por otro lado, se trata de captar otro tipo de elementos relacionados con el poder de mercado, no recogidos en el indicador anterior del nivel medio de los márgenes, añadiendo una medida de concentración sectorial<sup>15</sup>. Otro aspecto que se debe considerar es el relativo al tamaño empresarial,

<sup>12</sup> Véase Rotemberg (2008) para un resumen de otro tipo de factores explicativos de la contracíclicidad de los márgenes empresariales.

<sup>13</sup> También se han utilizado otras medidas de presión financiera, como la carga financiera de la deuda y la ratio de deuda sin ajustar por los activos líquidos, obteniéndose resultados similares. Para más detalles, véase Montero y Urtasun (2013).

<sup>14</sup> Los activos líquidos se definen como activos financieros a corto plazo más disponibilidades (efectivo y depósitos).

<sup>15</sup> La medida elegida es el índice de Herfindahl-Hirschman de concentración, consistente en la suma de las cuotas de mercado de cada empresa al cuadrado.

Estimador de mínimos cuadrados ponderados (a) (b)  
Variable dependiente: cambio en los márgenes entre 2011 y 2007

	[1]	[2] (c)	[3] (d)
Ratio de deuda	0,501 *** (0,172)	0,579 *** (0,174)	0,256 ** (0,102)
Margen precio-coste inicial	0,690 ** (0,282)	0,902 *** (0,290)	0,540 ** (0,224)
Índice de concentración	-0,116 (0,097)	-0,095 (0,096)	-0,053 (0,051)
Stock de capital medio	-0,039 *** (0,009)	-0,040 *** (0,009)	-0,014 * (0,007)
Ratio de activos intangibles	-0,281 (0,193)	-0,358 * (0,185)	-0,318 ** (0,142)
Constante	-0,110 (0,092)	-0,171 * (0,190)	-0,071 (0,072)
Número de observaciones:	57	46	44
R <sup>2</sup>	0,599	0,646	0,258

FUENTE: Banco de España.

a Nivel de significatividad estadística: \* 10 %; \*\* 5 %; \*\*\* 1 %. Pesos: participación en el VAB.

b Todas las variables explicativas están datadas en 2007. Véase cuadro 2.

c Columna [2]: excluye observaciones de las ramas de no mercado y del sector primario.

d Columna [3]: como en la columna [2], y además excluye «Coquerías y refino de petróleo».

aproximado mediante el *stock* de capital<sup>17</sup>, si bien el efecto de esta variable sobre los márgenes, *a priori*, es difícil de anticipar en un contexto de recesión [Odagiri y Yamashita (1987)]. Por un lado, puede considerarse una variable que recoge la existencia de barreras de entrada y, por tanto, refuerza el grado de concentración en la industria, lo que justificaría un efecto teórico positivo sobre los márgenes. Por otro, el *stock* de capital puede constituir, en parte, un coste hundido o irrecuperable, por lo que, en industrias con requisitos medios de capital más altos, las empresas tenderían a fijar márgenes menores para asegurarse una mayor tasa de utilización de capacidad instalada que le permita hacer frente a dichos costes. Por último, se añade una *proxy* del grado de innovación o de intensidad de I+D en el sector<sup>18</sup>. *A priori* se espera que se incremente el poder de mercado cuanto mayor sea esta ratio, debido a que permitiría una mayor diferenciación de productos o mejoras de eficiencia productiva. Una mayor intensidad de activos intangibles también podría reflejar una reacción endógena de las empresas ya establecidas en el sector a la amenaza de entrada potencial de empresas, actuando como una barrera de entrada [Sutton (1998)].

Los resultados de la estimación mediante el estimador de mínimos cuadrados ponderados por el peso en el VAB total de cada rama se presentan en el cuadro 3. En primer lugar, las estimaciones apuntan a que el aumento de los márgenes en el período de recesión ha estado correlacionado positivamente con la variable que recoge el grado de presión financiera. En efecto, en las ramas de actividad donde la ratio de deuda era más elevada, los márgenes han crecido en mayor proporción. Además, los coeficientes estimados indicarían que este efecto sería de una relevancia económica significativa. Estos resultados

17 El *stock* medio de capital en el año 2007 para cada rama, definido como el inmovilizado material e inversiones inmobiliarias.

18 La ratio de activos intangibles sobre el total de activos.

apoyan, por tanto, la hipótesis de que las empresas podrían estar cargando unos mayores márgenes sobre coste marginal como forma de financiación interna, con el objetivo de mejorar su posición patrimonial.

En segundo lugar, se obtiene una relación positiva —y estadísticamente significativa— entre el nivel de los márgenes sobre coste marginal al inicio del período y su crecimiento entre 2007 y 2011. Es decir, los márgenes precio-coste marginal habrían tendido a crecer más en aquellos sectores donde existía un mayor poder de mercado antes de la crisis<sup>19</sup>.

Los restantes factores considerados no serían estadísticamente significativos, salvo el *stock* medio de capital, cuyo signo es negativo, lo que podría estar indicando que esta variable estaría actuando más como una barrera de salida que como una de entrada; esto es, que las dificultades para liquidar el inmovilizado material estarían evitando una mayor tasa de salida de empresas, lo que redundaría en un número relativamente elevado de competidores y, por tanto, en una presión a la baja sobre los márgenes sobre coste marginal<sup>20</sup>.

## Conclusiones

En este artículo se ha estimado la evolución reciente de los márgenes sobre coste marginal de las empresas no financieras españolas para el período 1995-2011. Los resultados de las estimaciones con datos microeconómicos revelan que los márgenes han seguido un comportamiento contracíclico durante la última fase recesiva, de manera generalizada tanto por ramas de actividad como por tamaño de empresas. El aumento de la brecha entre precios y costes marginales puede ser coherente con un retroceso de los beneficios empresariales totales, en un entorno de fuerte contracción de la actividad y cierta rigidez a la baja en los precios, como el que ha caracterizado a la economía española en los últimos años.

El artículo aporta también evidencia sobre el papel que habrían desempeñado algunos determinantes a la hora de explicar estos desarrollos, si bien su confluencia simultánea en un período tan convulso como el analizado en este artículo exige una cautela especial a la hora de interpretar algunos resultados. Entre estos, desataca la relación positiva identificada entre el grado de tensión financiera en cada sector, medido a través de la ratio de endeudamiento, y el crecimiento de sus márgenes sobre coste marginal. Esta observación sugiere que algunas empresas podrían estar paliando, en parte, los efectos negativos derivados de unas condiciones restrictivas de acceso a la financiación externa mediante la generación de recursos propios a partir de la fijación de márgenes sobre coste marginal relativamente más elevados. La progresiva reactivación de los canales de financiación externa —fundamentalmente, bancaria, en el caso de una parte importante de las empresas españolas— debería facilitar, de acuerdo con esta observación, una reducción gradual de los márgenes sobre coste marginal. Por otro lado, los resultados empíricos revelan que en aquellas ramas de actividad donde se observaba un mayor nivel de los márgenes sobre coste marginal al inicio de la crisis se habría producido también un incremento superior de estos durante aquella, lo que proporcionaría cierta evidencia acerca de la necesidad de profundizar en las reformas estructurales de los mercados de bienes y servicios que permitan corregir aquellos incrementos de los márgenes asociados a un insuficiente nivel de competencia.

12.12.2013.

19 Este resultado podría indicar la presencia de una elevada persistencia del poder de mercado en las distintas ramas de la economía española, lo cual sería coherente con el hecho de que depende de factores institucionales y regulatorios que cambian lentamente en el tiempo.

20 Las columnas [2] y [3] del cuadro 3 presentan los resultados de la regresión suprimiendo de la estimación una serie de ramas de actividad peculiares, relacionadas con sectores de no mercado o con comportamientos anómalos —como el de coquerías y refino de petróleo—. Como se puede observar, los resultados son muy robustos a la exclusión de estas ramas.

## BIBLIOGRAFÍA

- BAKKER, B., y L. ZENG (2013). *Dismal employment growth in EU countries: The role of corporate balance sheet repair and dual labor markets*, IMF Working Paper WP/13/179.
- BASU, S. (1996). «Procyclical productivity: increasing returns or cyclical utilization?», *The Quarterly Journal of Economics*, agosto, pp. 719-751.
- CAMPBELL, J., y H. HOPENHAYN (2005). «Market size matters», *Journal of Industrial Economics*, vol. 53 (1), pp. 1-25.
- CASSIMAN, B., y S. VANORMELINGEN (2013). *Profiting from innovation: Firm-level evidence on markups*, Documento de Trabajo de IESE Business School.
- CHEVALIER, J., y D. SCHARFSTEIN (1996). «Capital-market imperfections and countercyclical markups: Theory and evidence», *The American Economic Review*, vol. 86, n.º 4, pp. 703-725.
- ETRO, F., y A. COLCIAGO (2010). «Endogenous market structures and the business cycle», *The Economic Journal*, 120 (diciembre), pp. 1201-1233.
- GILCHRIST, S., R. SCHOENLE, J. SIM y E. ZAKRAJSEK (2013). «Inflation dynamics during the financial crisis», mimeo.
- HALL, R. (1986). «Market structure and macroeconomic fluctuations», *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2, pp. 285-322.
- KIMBALL, M. S. (1995). «The quantitative analytics of the basic neomonetarist model», *Journal of Money, Credit, and Banking*, 27, pp. 1241-1277.
- KLETTE, T. J. (1999). «Market power, scale economies and productivity: estimates from a panel of establishment data», *The Journal of Industrial Economics*, vol. XLVII, n.º 4, pp. 451-476.
- MONTERO, J. M., y A. URTASUN (2013). *Price-cost markups in the Spanish economy: A microeconomic perspective*, de próxima publicación en Documentos de Trabajo del Banco de España.
- ODAGIRI, H., y T. YAMASHITA (1987). «Price markups, market structure and business fluctuations in Japanese manufacturing industries», *The Journal of Industrial Economics*, vol. XXXV, n.º 3, pp. 317-331.
- ROTEMBERG, J. (2008). «Cyclical markups», *The New Palgrave Dictionary of Economics*, segunda edición.
- ROTEMBERG, J., y G. SALONER (1986). «A supergame-theoretic model of price wars during booms», *American Economic Review*, 76, pp. 390-407.
- SUTTON, J. (1998). *Technology and market structure*, MIT Press, Cambridge, MA.



## UN ANÁLISIS DEL ENDEUDAMIENTO DE LAS FAMILIAS A PARTIR DE LA ENCUESTA DEL EUROSISTEMA SOBRE LA SITUACIÓN FINANCIERA Y EL CONSUMO DE LOS HOGARES DE 2010

Este artículo ha sido elaborado por Marcos Adrián Marchetti y Carmen Martínez Carrascal, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

Tras el intenso crecimiento de los pasivos de los hogares españoles durante la etapa expansiva previa al inicio de la crisis, su endeudamiento alcanzó cotas muy elevadas. Pese a haberse corregido algo en los últimos años, su nivel actual —en torno al 80 % del PIB— sigue siendo superior al del conjunto de la eurozona (65 % del PIB). Pero para valorar las implicaciones de ese mayor grado de endeudamiento en nuestro país resulta de utilidad explorar información más desagregada que permita conocer cómo se distribuyen los pasivos dentro del sector en función de distintas características socioeconómicas de las familias.

En este contexto, el presente artículo explota la primera edición de la encuesta del Euro-sistema sobre la situación financiera y el consumo de los hogares, que contiene información sobre activos, pasivos y rentas para una muestra de más de 62.000 hogares de 15 países del área del euro<sup>1</sup>. Para la mayoría de Estados, el año al que se refiere dicha información es 2010, aunque no para todos (para España los datos corresponden a 2008, y para Grecia, Holanda y Finlandia, a 2009<sup>2</sup>). La próxima publicación de los resultados de la Encuesta Financiera de las Familias Españolas, con datos referidos a 2011, permitirá actualizar los principales indicadores analizados en este artículo para España.

Tras esta introducción, el artículo se estructura en cuatro secciones. En la primera se analiza el porcentaje de hogares con préstamos pendientes en distintos segmentos de población en el momento de realización de la encuesta. En la segunda se estudia, para las familias endeudadas, la distribución de las ratios de deuda y de carga financiera asociada según distintas características socioeconómicas. En la tercera se caracteriza a los hogares que, de acuerdo con distintos indicadores, se encuentran sujetos a una mayor presión financiera. Finalmente, en la cuarta se resumen las principales conclusiones.

### El peso relativo de los hogares endeudados

Un primer indicador que resulta útil para valorar la posición financiera de los hogares es la proporción de los que tienen deudas pendientes<sup>3</sup>. Como puede observarse en el gráfico 1, a finales de la década pasada en España alcanzaba el 50%, cifra algo superior a la del conjunto de la eurozona (44 %). De este modo, aunque el volumen agregado de pasivos de las familias era más elevado en España que en la UEM, se distribuía también entre un mayor número de ellas. La proporción de hogares endeudados presentaba una notable heterogeneidad entre los distintos estados de la UEM, siendo más de 40 puntos porcentuales (pp) superior en Chipre y Holanda (algo mayor del 65 % en ambos casos) que en Italia (25 %) o Eslovaquia (26,8 %).

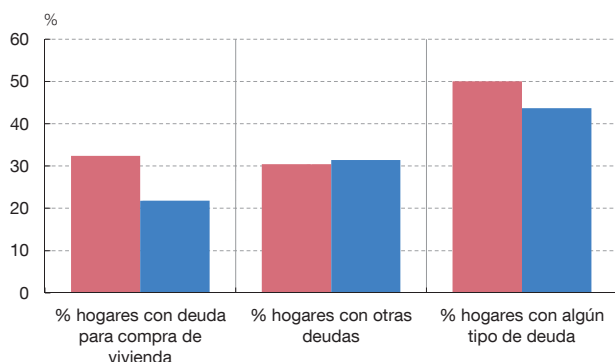
En función del destino de las deudas, se observa una variabilidad elevada entre países tanto en el porcentaje de hogares con préstamos para adquisición de vivienda como para

1 Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Grecia, Eslovenia, Eslovaquia, España, Finlandia, Francia, Holanda, Italia, Luxemburgo, Malta y Portugal.

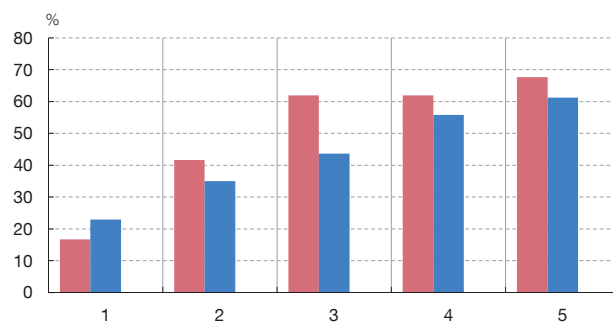
2 Para más detalles sobre el contenido y aspectos metodológicos de esta encuesta, véase Banco Central Europeo (2013).

3 El concepto de deuda utilizado incluye tanto préstamos bancarios como otro tipo de pasivos, tales como líneas de crédito, descubiertos, pagos pendientes asociados al uso de tarjetas de crédito o préstamos de familiares o amigos.

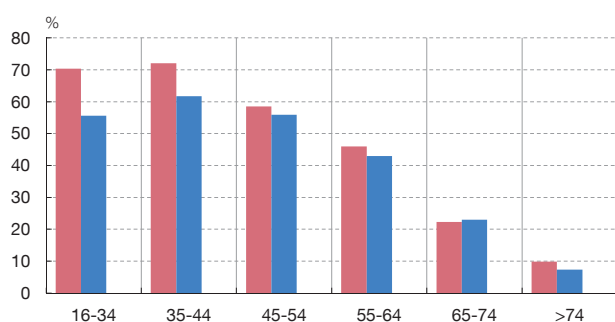
DESGLOSE POR DESTINO (a)



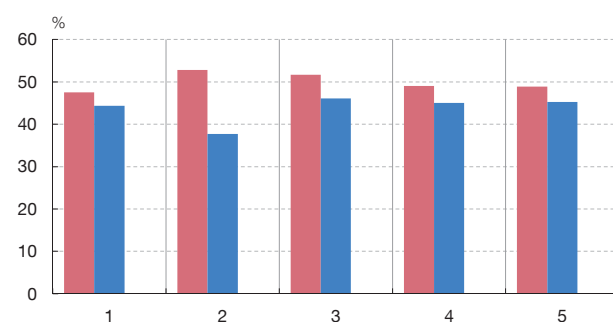
DESGLOSE POR QUINTIL DE RENTA



DESGLOSE POR EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA (b)



DESGLOSE POR QUINTIL DE RIQUEZA NETA



ESPAÑA UEM

FUENTES: Household Finance and Consumption Survey y cálculos propios.

- a La encuesta distingue entre préstamos hipotecarios y no hipotecarios. Cuando no se dispone de información sobre la finalidad del crédito, se asigna al propósito más afín (esto es, se asume que los hipotecarios se destinan a adquisición de vivienda y el resto a otras finalidades). Este supuesto afecta principalmente a Finlandia.
- b Para Malta no hay información sobre la edad del cabeza de familia, por lo que este país no se ha considerado en el análisis.

otros fines, aunque algo menor en este segundo caso. Como puede apreciarse en el gráfico 1, la diferencia entre la proporción de hogares españoles y de la eurozona con deudas pendientes en el momento de la realización de la encuesta respondía fundamentalmente a la mayor propensión a contraer pasivos para financiar la adquisición de activos inmobiliarios que se registraba en España (32 %, frente al 22 % del conjunto de la eurozona), en línea con el mayor peso que tiene el régimen de tenencia en propiedad frente al alquiler en comparación con la zona del euro. En cambio, el porcentaje de familias con deudas pendientes para financiar gasto corriente o la adquisición de bienes de consumo duradero era 1 pp mayor en la UEM, donde alcanzaba el 31 %. Se aprecian, asimismo, diferencias en el uso de deudas hipotecarias para financiar finalidades distintas a la adquisición de vivienda. Así, España es el país en el que un menor porcentaje de familias (un 1,6 %) utilizaba esta modalidad de financiación, inferior al de la UEM (5 %) y, sobre todo, al de Chipre y Holanda (en el entorno del 15 %).

La comparación revela que, mientras que la proporción de hogares con deudas para adquisición de vivienda era mayor en España que en la UEM para la mayoría de grupos de edad (y para todos los definidos según otras características), la correspondiente a aquellos con préstamos para otros fines era algo mayor en la eurozona en la mayoría de segmentos de población.



Tanto en España como en la UEM, el segmento de hogares con cabeza de familia de edades intermedias (entre 35 y 44 años) es el que presentaba una proporción más elevada de endeudados. Las mayores diferencias entre las dos áreas se observan en el grupo de menos de 35 años. Así, en España un 70 % de estos hogares tenía créditos pendientes, frente 56% de la zona del euro (véase panel inferior izquierdo del gráfico 1). Dicho porcentaje desciende progresivamente a partir del grupo de edades intermedias, hasta situarse algo por debajo del 10 % en ambas economías para el segmento de más de 74 años, grupo en el que el grueso de la participación en el mercado de crédito se concentra en el segmento de consumo y otros fines.

De acuerdo con los resultados de la encuesta, la participación en el mercado de crédito aumenta con el nivel de ingresos (tanto en el segmento de deudas para adquisición de vivienda como en el de otros fines), y en el momento de realización de la encuesta era mayor en España que en la UEM en todos los quintiles, a excepción del que agrupa a los de menor renta (en este grupo alcanzaba el 17 %, mientras que en el conjunto de la eurozona era cercana al 23 %) (véase panel superior derecho del gráfico 1). Las mayores diferencias se observan para los grupos de rentas intermedias, donde la proporción de endeudados era 18 pp superior en España. Por otra parte, mientras que entre los hogares con menores ingresos la proporción de aquellos con deudas para consumo y otros fines supera a la de aquellos con pasivos para adquisición de inmuebles en ambas áreas (y de forma más acusada en la UEM), lo contrario se observa para las familias más acomodadas, que presentan una mayor capacidad de endeudamiento.

No se observan grandes diferencias en la proporción de hogares con deudas pendientes en función de la riqueza neta de la unidad familiar ni en España ni en la UEM (véase panel inferior derecho del gráfico 1). Las mayores divergencias en dicho porcentaje entre las dos áreas se registran en los grupos de patrimonio medio-bajo (esto es, entre el percentil 20 y el 39 de la distribución de esta variable), y en concreto en el segmento de adquisición de inmuebles. Así, mientras que en España la proporción de hogares en este grupo con créditos para compra de vivienda superaba el 40 %, en la UEM no alcanzaba el 15 %.

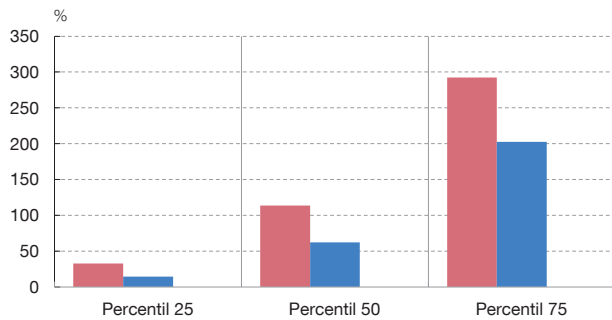
Tanto en España como en la UEM la proporción de hogares con deudas crece con el número de miembros que están trabajando. Este vínculo positivo entre ambas variables, que deja de observarse cuando el número de ocupados en la unidad familiar es superior a dos, probablemente refleja el hecho de que la mayor diversificación y cuantía de los ingresos familiares contribuye a mejorar el acceso al crédito y a aumentar la predisposición de los agentes a endeudarse.

### Distribución del endeudamiento y la carga financiera de los hogares con deudas pendientes

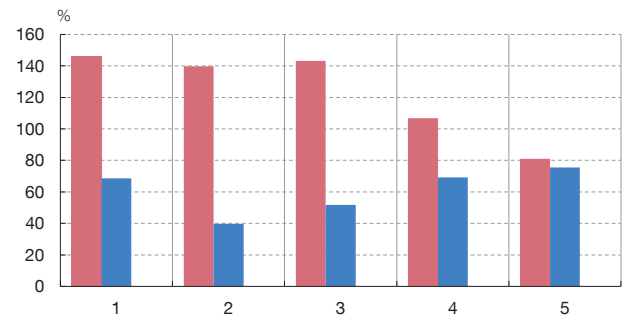
En el análisis del grado de presión financiera soportado por las familias son relevantes tanto medidas que reflejen su capacidad para hacer frente a los compromisos financieros en el corto plazo (esto es, los pagos regulares asociados a los pasivos —intereses y la amortización del principal— en relación con las rentas) como aquellas que recojan la carga que suponen las deudas contraídas en un horizonte temporal más amplio en relación tanto con las rentas como con los activos brutos del hogar. En los gráficos 2, 3 y 4 se presentan los quintiles de la distribución de estas variables en España y en la UEM, así como la mediana, que refleja la situación de la familia con deudas pendientes representativa, para distintos grupos de población.

En el momento de realización de la encuesta, las deudas pendientes suponían cerca del 115 % de los ingresos brutos anuales para el hogar endeudado mediano español (véase gráfico 2), cifra que superaba ampliamente la del conjunto de la UEM (62 %) y que era la cuarta más

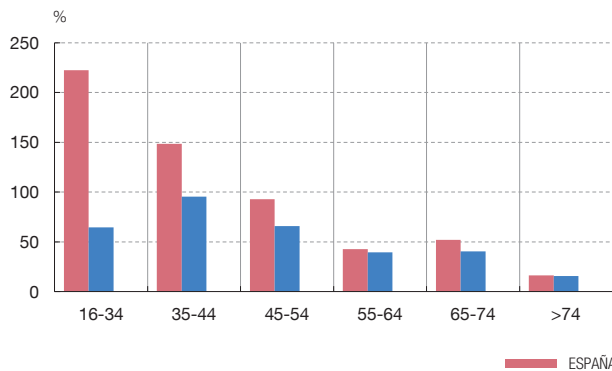
DISTRIBUCIÓN DE LA RATIO



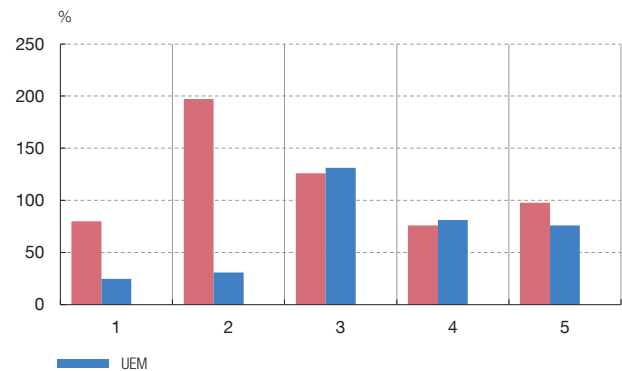
RATIO MEDIANA. DESGLOSE POR QUINTIL DE RENTA



RATIO MEDIANA. DESGLOSE POR EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA (a)



RATIO MEDIANA. DESGLOSE POR QUINTIL DE RIQUEZA NETA



FUENTES: Household Finance and Consumption Survey y cálculos propios.

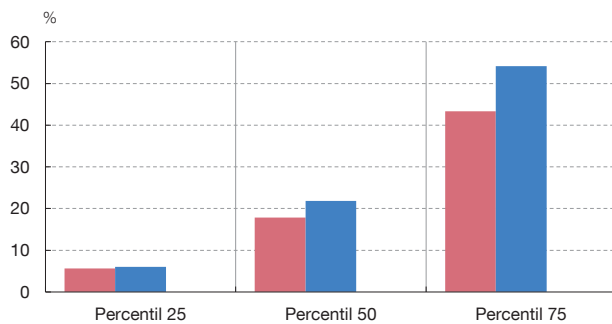
a Para Malta no hay información sobre la edad del cabeza de familia, por lo que este país no se ha considerado en el análisis.

elevada del área, tras Holanda, Chipre y Portugal<sup>4</sup>. No obstante, tanto en España como en la UEM la dispersión en la distribución de esta variable era muy elevada. Así, en España la diferencia entre el percentil 25 y el 75 superaba los 250 pp (es decir, mientras que para un 25 % de las familias los pasivos no alcanzaban el 33 % de sus ingresos, para otro 25 % prácticamente los triplicaban o rebasaban esta proporción), en tanto que en el conjunto de la UEM esta brecha era de casi 190 pp. En España, todos los cuartiles eran más elevados que en la UEM, aumentando las diferencias en la parte de la distribución en la que se sitúan las familias más endeudadas.

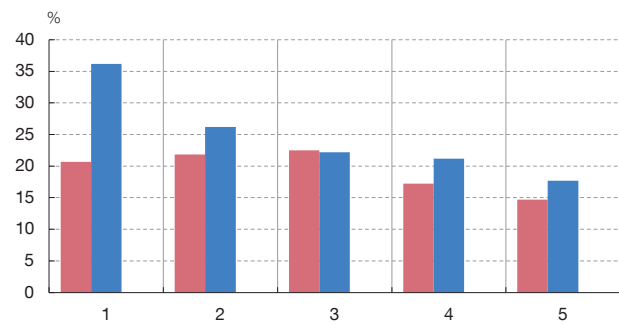
Mientras que en España la ratio de deuda sobre renta tiende a descender con el nivel de ingresos, en la eurozona, si se excluye el primer quintil de la distribución de renta, se observa una relación positiva entre ambas variables (véase gráfico 2). Las diferencias mayores entre las dos economías se dan en el tramo de rentas más bajas. Así, la ratio mediana en el quintil inferior de ingresos era 77 pp superior en España que en la UEM, mientras que en el superior la diferencia era de solo 5 pp. Por otra parte, en ambas áreas este indicador se reduce con la edad del cabeza de familia, pero de forma más marcada en España. De este modo, el endeudamiento en relación con los ingresos en el grupo de entre 16 y 36 años (los que tienen, por tanto, un crecimiento potencial de sus rentas más elevado) era casi 160 pp superior al de la UEM, en línea con la mayor proporción de hogares españoles con deudas

4 En la encuesta, la información sobre los ingresos se refiere al año previo a su realización, a diferencia de lo que sucede para las deudas, la riqueza o los pagos regulares asociados a las deudas, que hacen referencia al ejercicio corriente.

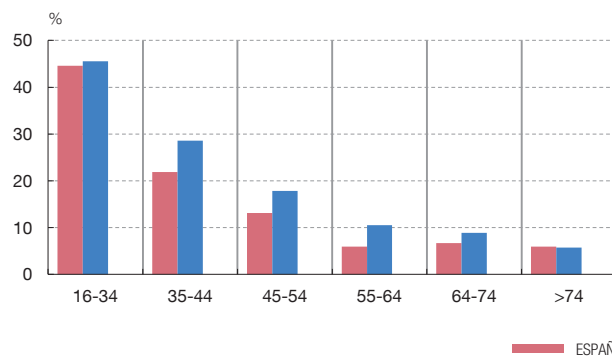
DISTRIBUCIÓN DE LA RATIO



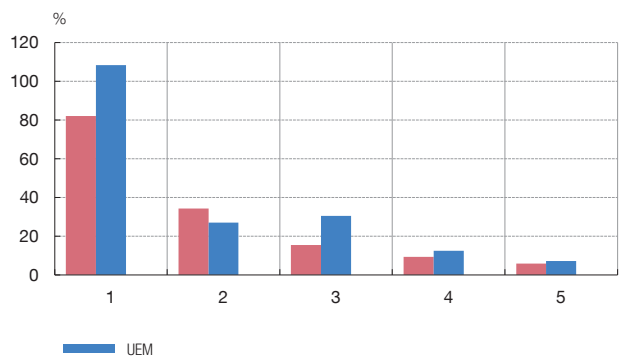
RATIO MEDIANA. DESGLOSE POR QUINTIL DE RENTA



RATIO MEDIANA. DESGLOSE POR EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA (a)



RATIO MEDIANA. DESGLOSE POR QUINTIL DE RIQUEZA NETA



FUENTES: Household Finance and Consumption Survey y cálculos propios.

a Para Malta no hay información sobre la edad del cabeza de familia, por lo que este país no se ha considerado en el análisis.

para adquisición de vivienda en este segmento de población y el importe comparativamente elevado que estas suelen tener en comparación con las destinadas a financiar consumo. En cambio, para el segmento de 75 años o más las ratios eran muy próximas en ambas áreas. El análisis en función de la riqueza neta evidencia que las mayores divergencias entre España y la UEM se observan en la parte baja de la distribución de esta variable, en la que se registraban valores mucho más elevados en España que en el conjunto de la eurozona. En cambio, en el tercer y en el cuarto quintil de dicha distribución las ratios medianas eran muy similares en las dos áreas, para pasar a ser nuevamente mayores en España en los hogares con mayor patrimonio neto, entre los que la proporción de los que tienen deudas para adquisición de propiedades distintas a la vivienda principal era mayor que en la UEM.

Como se observa en el gráfico 3, y en contraste con los patrones descritos para la ratio de deuda sobre ingresos, los pasivos del hogar endeudado mediano español representaban una proporción de sus activos brutos (18 %) inferior a la del conjunto de la UEM (22 %). Dada la importante corrección del precio de la vivienda en España desde el momento de la realización de esta encuesta (caída próxima al 25 %, muy superior a la observada en la UEM), es previsible que estas diferencias se hayan reducido desde entonces<sup>5</sup>.

5 A la hora de comparar los niveles de riqueza entre países, hay que tener en cuenta que la definición de patrimonio utilizada en esta encuesta no incorpora, por ejemplo, el ligado al sistema público de pensiones o los sistemas de seguridad social, lo que puede dar lugar a diferencias importantes entre países en los patrones de acumulación de activos a lo largo del ciclo vital. Para más detalles, véase Banco Central Europeo (2013).

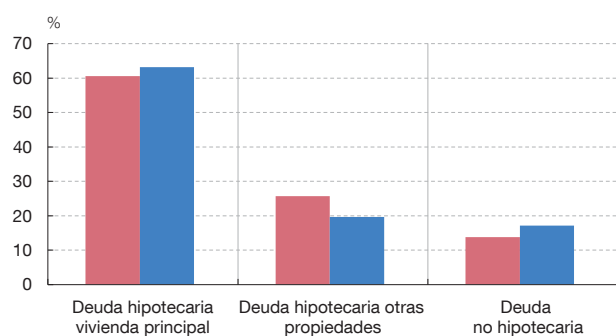
En el momento de la realización de la encuesta, la ratio de deuda sobre activos brutos para el hogar con deudas pendientes representativo presentaba una variabilidad elevada entre países, y oscilaba entre los reducidos valores registrados en Eslovenia, Malta y Eslovaquia (en torno al 5 %) y los de Holanda (41 %). Las diferencias entre España y la UEM se acentúan para las familias con menores recursos (esto es, aquellas en la parte inferior de la distribución de renta y de riqueza neta). Así, en España, en el primer quintil de la distribución de estas variables las ratios medianas se situaban en el 21 % y el 82 %, respectivamente, frente al 36 % y el 108 % de la zona del euro. En cambio, en el quintil superior, donde se registran los niveles más reducidos para este indicador, la diferencia entre las ratios medianas de ambas áreas era mucho menor (3 pp y 1 pp, respectivamente). El análisis en función de la situación laboral del cabeza de familia muestra que las mayores divergencias se registraban en aquellos hogares en los que este estaba parado o en situación de inactividad distinta a la jubilación. La ratio mediana de endeudamiento en este grupo era en España 10 pp inferior a la del conjunto de la zona del euro. Se observa, asimismo, que tanto en España como en la UEM las familias endeudadas en régimen de alquiler eran aquellas que presentaban, en general, unos valores más elevados para esta ratio. En contraposición, sus pasivos suponían una menor proporción de su renta bruta disponible.

Las discrepancias señaladas entre España y la zona del euro en los patrones que presentaba la ratio de endeudamiento construida sobre las rentas y sobre la riqueza bruta están relacionadas con las diferencias en la finalidad del endeudamiento en ambas áreas. Así, los hogares españoles destinaban, en comparación con el área del euro, una mayor proporción de sus pasivos a financiar la adquisición de activos inmobiliarios, especialmente en el caso de los hogares con menores ingresos, los que tienen menor patrimonio neto y aquellos en los que el cabeza de familia es más joven (véase gráfico 4). Así, por ejemplo, en España la deuda hipotecaria de los individuos con menos recursos (por debajo del percentil 20 de renta) suponía el 82 % de los pasivos totales de las familias con menos recursos, 12 pp más que en el conjunto del área del euro<sup>6</sup>. Para aquellos con mayores ingresos, en cambio, esta proporción era muy similar en las dos economías, aunque estaba distribuida de forma muy distinta entre préstamos para adquisición de la vivienda principal y otras propiedades (los primeros tenían un peso más elevado en la zona del euro que en España, mientras que ocurría lo contrario para los segundos).

Cuando se analiza la presión financiera que en el corto plazo suponen los pasivos contraídos, se observa que era mayor en España que en la UEM en el momento de la realización de la encuesta. Así, como muestra el gráfico 5, los pagos regulares asociados a las deudas absorbían, en general, una proporción más elevada de los ingresos de los hogares endeudados. En España, el hogar representativo con pasivos pendientes destinaba un 20 % de su renta bruta disponible (RBD) al pago de sus deudas, proporción 6 pp superior a la que se registraba en la UEM (y la segunda más alta de los países de la eurozona). No obstante, hay que tener en cuenta que una proporción comparativamente elevada de los créditos se destina en nuestro país a la adquisición del inmueble en el que se reside, lo que se traduce en unos menores pagos por alquileres, si bien es cierto que, en caso de posibles dificultades financieras, reducir los pagos asociados al arrendamiento de la vivienda es normalmente menos costoso que ajustar los derivados de la devolución de los pasivos. Al incorporar estos gastos a la carga financiera, la diferencia entre los valores medianos en ambas

6 La encuesta proporciona información sobre el volumen de deuda hipotecaria y sin garantía, sin que sea posible distinguir para todos los países (aunque sí para la mayoría) cuál es el importe destinado a la adquisición de vivienda y a otros fines. En cualquier caso, tanto en España como en la UEM el grueso de los pasivos con garantía se destina a la compra de inmuebles, y el resto, a la financiación de consumo y otros fines.

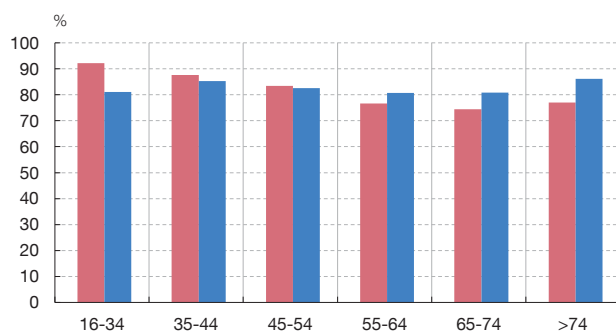
DESGLOSE POR TIPO DE DEUDA



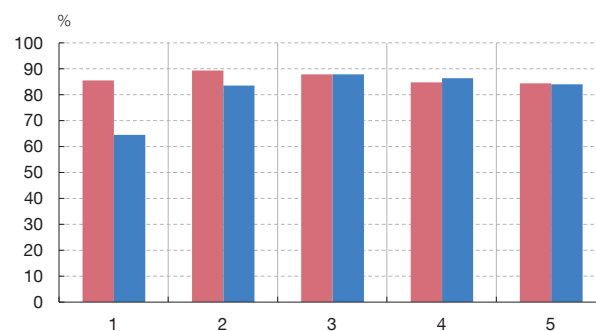
DESGLOSE POR QUINTIL DE RENTA



DESGLOSE POR EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA (b)



DESGLOSE POR QUINTIL DE RIQUEZA NETA



ESPAÑA

UEM

FUENTES: Household Finance and Consumption Survey y cálculos propios.

a Pagos regulares asociados a los pasivos sobre renta bruta disponible.

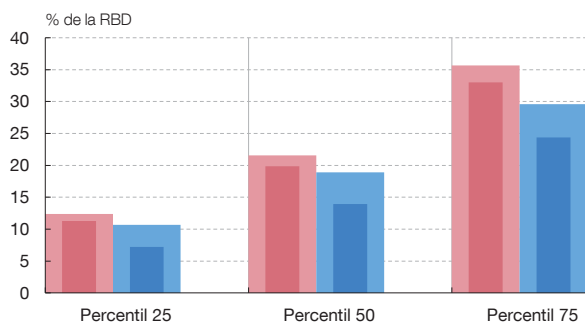
b Para Malta no hay información sobre la edad del cabeza de familia, por lo que este país no se ha incluido en el análisis.

economías se reduce a menos de la mitad (véase gráfico 5). Existía, asimismo, una notable dispersión entre países dentro del área, siendo la ratio comparativamente reducida en Austria (país en el que los pagos regulares por intereses y amortización del principal de las deudas apenas suponían el 6 % de su RBD<sup>7</sup>), y elevada en Chipre, donde la mediana alcanzaba el 25 % (porcentajes que se incrementan hasta el 10 % y el 26 % al incorporar los pagos por alquileres).

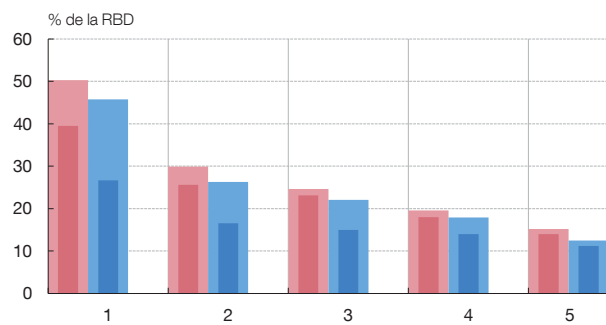
Tanto en España como en la UEM, la proporción de las rentas que las familias endeudadas destinaban regularmente a hacer frente a sus compromisos financieros presentaba una heterogeneidad elevada en los distintos segmentos de población en el momento de la realización de la encuesta. Así, en ambas áreas la carga financiera se situaba en valores mucho más elevados para los hogares con cabeza de familia más joven y aquellos con menores ingresos que para los de mayor edad o los de mayores rentas. Por otra parte, mientras que en España este indicador presentaba una relación negativa con la riqueza neta (que, no obstante, no se mantiene en el quintil superior de la distribución de esta variable), esto no se observa en el

7 Hay que tener en cuenta que en Austria un 21,6 % de las familias endeudadas no presenta pagos regulares asociados a sus pasivos. Estos casos se refieren, fundamentalmente, a hipotecas que presentan un pago único en el momento de vencimiento del préstamo y que llevan asociada la contratación de un producto financiero (habitualmente, un seguro de vida), con el fin de acumular los importes con los que se hará frente al pago de la deuda y sus intereses en el momento de su cancelación.

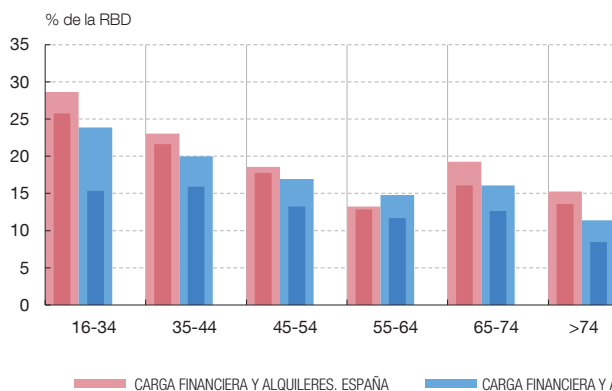
DISTRIBUCIÓN DE LA RATIO



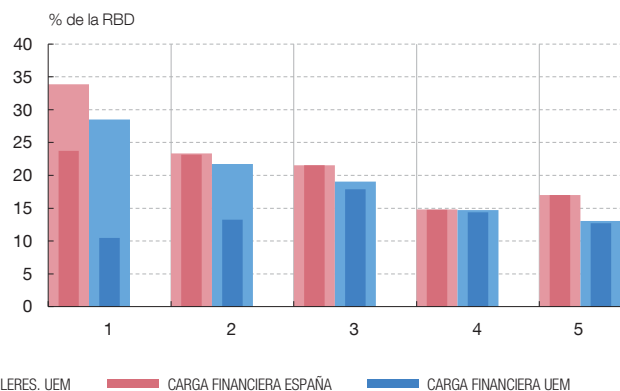
RATIO MEDIANA. DESGLOSE POR QUINTIL DE RENTA



RATIO MEDIANA. DESGLOSE POR EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA (b)



RATIO MEDIANA. DESGLOSE POR QUINTIL DE RIQUEZA NETA



— CARGA FINANCIERA Y ALQUILERES. ESPAÑA — CARGA FINANCIERA Y ALQUILERES. UEM — CARGA FINANCIERA ESPAÑA — CARGA FINANCIERA UEM

FUENTES: Household Finance and Consumption Survey y cálculos propios.

a Pagos regulares asociados a los pasivos sobre renta bruta disponible.

b Para Malta no hay información sobre la edad del cabeza de familia, por lo que este país no se ha considerado en este análisis.

conjunto de la eurozona, donde los hogares con patrimonio neto intermedio eran los que soportaban unos pagos regulares asociados a las deudas contraídas más elevados. El análisis en función del número de miembros del hogar que trabaja muestra, en línea con la correlación que dicha variable presenta con el nivel de ingresos, que esta ratio era más elevada en las familias en las que ningún miembro estaba ocupado, y más reducida en aquellas en las que tres o más individuos trabajaban. Por situación laboral, la carga financiera era superior en aquellos hogares en los que el cabeza de familia era empleado por cuenta propia.

La comparación de las ratios medianas de carga financiera en España y en la UEM en distintos grupos de población revela que las mayores diferencias entre las dos áreas se observan en los hogares con menor riqueza, renta y edad del cabeza de familia (variables que, a su vez, presentan un importante grado de correlación entre sí). En estos casos, el indicador mediano se situaba en España más de 10 pp por encima de la eurozona. No obstante, al incorporar los pagos por alquiler a la carga financiera, las diferencias entre los valores registrados en ambas economías se reducen considerablemente en estos grupos, como resultado de la mayor proporción de hogares propietarios de la vivienda en la que residen que se registra en España, y pasan a situarse en torno a los 5 pp. Obviamente, la incorporación de los pagos por alquiler tiene un impacto mucho más moderado sobre la ratio de carga financiera en los hogares endeudados con mayores ingresos y riqueza neta, que en ambas economías son en su mayoría propietarios de la vivienda en la que residen.

## Caracterización de los hogares que soportan mayor presión financiera

El análisis de la parte de la distribución en la que se concentran los hogares con una posición financiera menos saneada es especialmente relevante a la hora de analizar la presión financiera soportada por el sector. Así, los hogares que destinan una mayor proporción de sus rentas a pagar sus deudas o aquellos con ratios de endeudamiento más elevadas son los que con mayor probabilidad ajustarán sus planes de gasto ante una posible evolución desfavorable de alguna de las variables que afectan a la capacidad para hacer frente al pago de las deudas. El gráfico 6 recoge el porcentaje de hogares endeudados cuyas ratios de carga financiera y pasivos sobre activos brutos superaban el 40 % y el 75 %, respectivamente, en el momento de realización de la encuesta.

Como puede observarse, de acuerdo con el indicador de carga financiera, el segmento de hogares endeudados que soportan mayor presión financiera era mayor en España que en la UEM, tanto en el conjunto de los hogares con pasivos como en los distintos estratos de población considerados. Así, la proporción de familias con préstamos pendientes para las que los pagos regulares asociados a las deudas superaban el 40 % de sus ingresos era en España 8 pp superior a la de la UEM, y alcanzaba el 16 % (la tercera más elevada de la eurozona, tras las de Chipre —25 %— y Eslovenia —19 %—)<sup>8</sup>. En relación con el total de hogares (endeudados y sin deudas), las familias que se encontraban en esta situación equivalían al 8 % y al 3 %, respectivamente. Las diferencias entre España y la UEM se reducen algo cuando se añaden los pagos por alquiler.

En cambio, en línea con el mayor peso relativo que tienen los préstamos para adquisición de activos inmobiliarios en nuestro país frente a los destinados a financiar gasto corriente, si se toma como referencia el indicador que mide el peso que la deuda representa sobre activos, el porcentaje de hogares con deudas pendientes con una ratio elevada (por encima del 75 %) era superior en el conjunto de la UEM (17 %) al de España (11 %).

En España, los hogares endeudados con menor patrimonio neto (y, por tanto, menor colchón de recursos con los que hacer frente a sus deudas), aquellos en los que ningún miembro del hogar trabaja, los que tienen un cabeza de familia menor de 35 años y, especialmente, los de menores ingresos eran los que con mayor frecuencia presentaban niveles de presión financiera elevados de acuerdo con los indicadores de carga financiera y endeudamiento considerados. En el área del euro se observa el mismo patrón al analizar grupos según sus ingresos, pero este no es tan claro con las otras dos características. Así, los hogares endeudados con riqueza neta alta (superior al percentil 80 %) y los que tienen un cabeza de familia de edad intermedia eran los que con mayor frecuencia superaban este umbral.

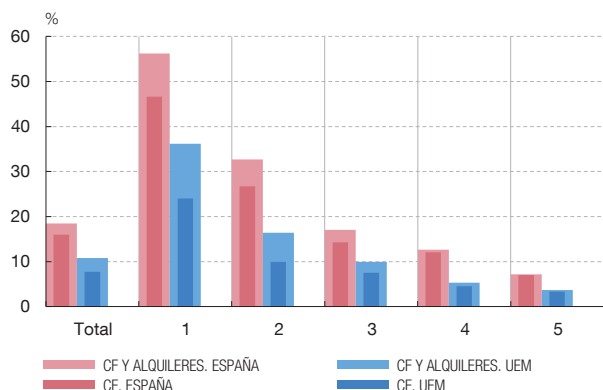
Incorporar los pagos por alquiler a los pagos regulares asociados a los pasivos resulta especialmente relevante a la hora de valorar el nivel de presión financiera soportado por los hogares en aquellos segmentos en los que tiene mayor peso el régimen de arrendamiento del inmueble en el que se habita (esto es, entre los más jóvenes, los de menores rentas y los de menor patrimonio neto). Así, si se añaden dichos pagos, tanto en España como en la UEM el segmento de familias con préstamos pendientes en situación de mayor presión financiera se incrementa sustancialmente (unos 10 pp) en los grupos con menores ingresos o menor riqueza neta (entre los más jóvenes se eleva unos 6 pp). En cambio, entre las familias en la parte alta de la distribución de estas variables, entre las que una mayor proporción son propietarias de la vivienda en que residen, dichas proporciones apenas varían al incorporar estos pagos.

<sup>8</sup> Estos mismos patrones se registran para la ratio de deuda sobre rentas.



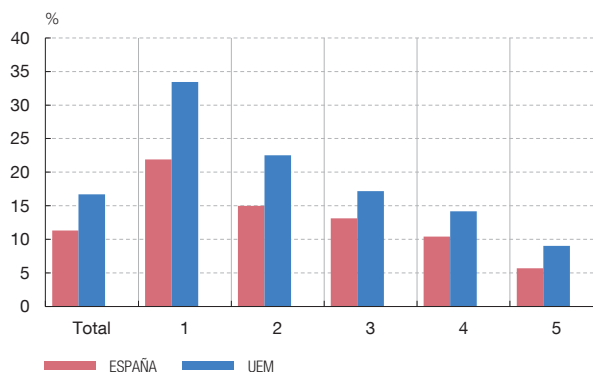
PROPORCIÓN DE HOGARES ENDEUDADOS CON CARGA FINANCIERA (CF) > 40 % (a)

TOTAL Y DESGLOSE POR QUINTIL DE RENTA

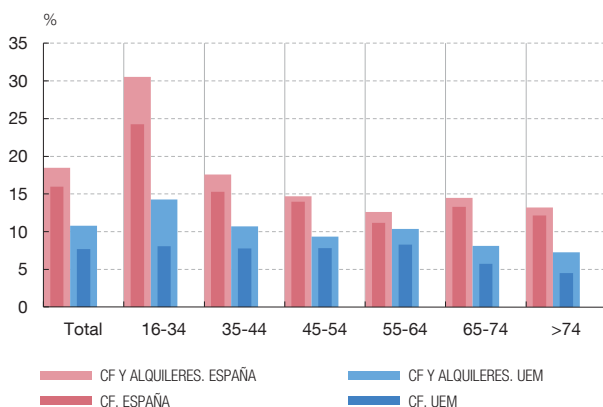


PROPORCIÓN DE HOGARES ENDEUDADOS CON DEUDA SOBRE ACTIVOS > 75 %

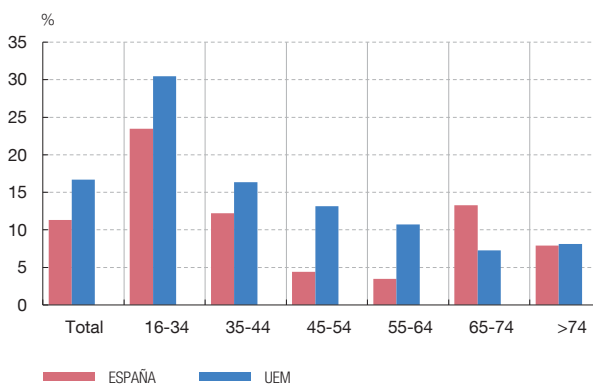
TOTAL Y DESGLOSE POR QUINTIL DE RENTA



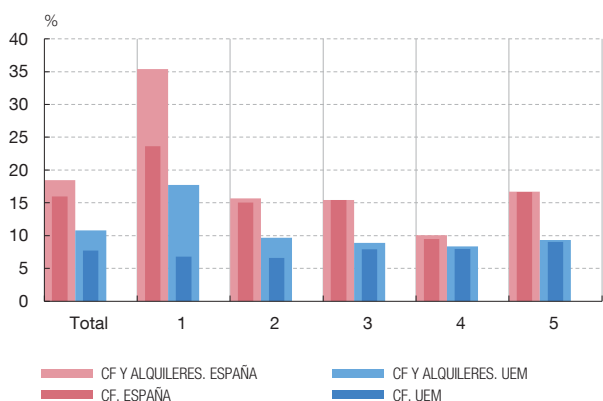
TOTAL Y DESGLOSE POR EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA (b)



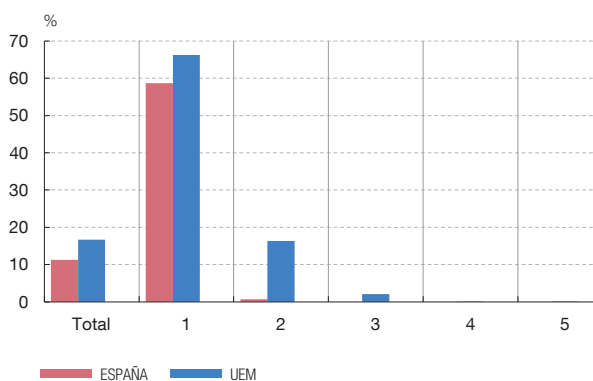
TOTAL Y DESGLOSE POR EDAD DEL CABEZA DE FAMILIA (b)



TOTAL Y DESGLOSE POR QUINTIL DE RIQUEZA NETA



TOTAL Y DESGLOSE POR QUINTIL DE RIQUEZA NETA



FUENTES: Household Finance and Consumption Survey y cálculos propios.

- a La carga financiera es el cociente entre los pagos regulares asociados a los pasivos sobre la renta bruta disponible.
- b Para Malta no hay información sobre la edad del cabeza de familia, por lo que este país no se ha considerado para el análisis.

Dado el distinto recurso a la deuda que presentan las familias en función del nivel de ingresos, aunque en España casi un 50 % de aquellos con deudas pendientes y menores rentas tenía una carga financiera superior al 40 %, estos suponían apenas un 1,6 % del total de hogares, una proporción similar a la que representaban en el área del euro (1,1 %). Por otra parte, en línea con la mayor proporción de endeudados entre los hogares cuyo cabeza de familia es joven o de edad intermedia (hasta 45 años) y de situación financiera menos favorable, estos hogares suponían el grueso de aquellos que soportaban una presión financiera elevada de acuerdo con los indicadores y umbrales utilizados tanto en el conjunto de la UEM (entre el 75 % y el 85 % del total, según la ratio considerada) como, de forma algo más acusada, en España (entre un 80 % y un 90 %).

En España, las familias endeudadas en las que ninguno de sus miembros trabajaba eran aquellas que con mayor frecuencia superaban los umbrales de carga financiera y endeudamiento considerados, mientras en el conjunto de la UEM se observa una mayor variabilidad en función de cuál sea el indicador analizado. No obstante, estos hogares suponían un porcentaje reducido de la población (inferior al 2 %), dada la menor participación en el mercado de crédito de este segmento. En cambio, en España en torno a la mitad de los hogares endeudados en situación de mayor presión financiera de acuerdo con la mayoría de ratios analizadas tenía dos o más perceptores de rentas y, por tanto, fuentes de ingresos *a priori* diversificadas, proporción unos 10 pp superior a la registrada en el conjunto de la UEM. Asimismo, en nuestro país un porcentaje elevado de dichos hogares, y superior al de la UEM, era propietario de la vivienda en la que residía, que, a su vez, respaldaba un parte importante sus deudas.

## Conclusiones

En este artículo se ha estudiado la posición financiera de las familias españolas en comparación con la de sus homólogas de la zona del euro a partir de la encuesta del Eurosisistema sobre la situación financiera y el consumo de los hogares, que contiene información sobre, entre otras variables, los activos y pasivos de una muestra de más de 62.000 hogares de 15 países del área del euro. Para la mayoría de países, el año al que se refiere dicha información es 2010, aunque para España los datos corresponden a 2008.

De acuerdo con los resultados de esta encuesta, a finales de la década pasada la proporción de familias entre las que se repartía la deuda de las familias era algo mayor en España (50 %) que en el conjunto de la eurozona (44 %). El hogar endeudado español representativo destinaba una mayor proporción de sus rentas a los pagos regulares asociados a sus pasivos que su análogo de la UEM, y estas deudas suponían una mayor proporción de los ingresos brutos familiares. No obstante, el endeudamiento comparativamente elevado estaba en gran parte ligado a la mayor propensión a adquirir la vivienda principal, por lo que, al incorporar los pagos por alquiler a la carga financiera, las diferencias en el grado de presión financiera soportado por los hogares españoles y los de la UEM se reducen notablemente. El peso comparativamente elevado que tienen los préstamos para adquisición de inmuebles en los pasivos de las familias españolas hace que para el hogar representativo las deudas en relación con los activos brutos fuesen menores en España que en la zona del euro, sobre todo en los grupos de menor renta y patrimonio neto.

Por otra parte, los resultados de la encuesta evidencian una elevada heterogeneidad en ambas áreas en la distribución de las ratios de carga financiera y de endeudamiento en distintos grupos de población. En particular, los hogares con deudas pendientes con menores ingresos eran los que presentaban las ratios medianas más altas (especialmente, en España). Como resultado, estos serían los que podrían tener mayores dificultades para hacer frente a

los pagos regulares asociados a los pasivos contraídos ante una evolución adversa de sus rentas o aumentos en los tipos de interés.

El segmento de hogares que soportaban una mayor presión financiera a corto plazo (aproximados como aquellos cuya carga financiera superaba el 40 % de su renta) era mayor en España (8 %) que en la UEM (3,4 %) en el momento de la realización de la encuesta. En nuestro país, las familias con deudas pendientes con menores ingresos (y, por tanto, con menor colchón de recursos disponibles para hacer frente a posibles imprevistos), menor patrimonio neto y aquellas en las que el cabeza de familia es joven eran las que con mayor frecuencia presentaban niveles de presión financiera elevados, de acuerdo con los indicadores considerados. En el área del euro, en cambio, este patrón era algo menos claro, excepto en el caso de la renta en el que se reproduce la misma relación que se da en España.

Dados los cambios en algunas de las variables clave de la encuesta entre el momento de su realización y la actualidad, es posible que algunos de los resultados presentados en este artículo hayan variado desde entonces, aunque en muchos casos es difícil anticipar en qué dirección. Así, por una parte, la caída de las rentas y del precio de la vivienda, que ha sido más acusada en España que en la UEM, habrá afectado negativamente a la situación patrimonial del hogar representativo, pero el descenso en los tipos de interés y del nivel de deuda, cuyo efecto habría sido más importante en nuestro país que en la UEM, habrá tenido un efecto contrario. Asimismo, es previsible que, a raíz del incremento del desempleo, y en línea con la senda ascendente que han mostrado las ratios de morosidad del sector, la proporción de agentes que soportan un elevado grado de presión financiera haya aumentado durante este período. La próxima publicación de los resultados de la Encuesta Financiera de las Familias Españolas, con datos referidos a 2011, permitirá conocer el impacto de estos cambios sobre la posición financiera de los hogares españoles hasta esa fecha.

5.12.2013.

## BIBLIOGRAFÍA

BANCO CENTRAL EUROPEO (2013). *The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey. Methodological report for the first wave.*

Este artículo ha sido elaborado por Antonio Millaruelo y Ana del Río, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

Una unión monetaria requiere mecanismos eficaces para que las economías integrantes puedan amortiguar los efectos de perturbaciones asimétricas. La experiencia de uniones monetarias maduras muestra que los mercados financieros pueden desempeñar un papel importante a este respecto. Al reducir las barreras para las operaciones de inversión y financiación transfronterizas, la integración financiera expande las posibilidades para que las economías compartan y diversifiquen riesgos a través de los flujos de crédito, inversiones y participaciones recíprocas, promoviendo, además, unos mercados más competitivos y una asignación más eficiente de recursos. La integración financiera constituye también un pilar básico para que los impulsos de la política monetaria única se transmitan de manera efectiva y equilibrada a todos sus miembros.

Un mercado financiero se considera plenamente integrado cuando los agentes, independientemente de su nacionalidad o residencia, tienen acceso a él en igualdad de condiciones. Por tanto, una mayor integración financiera entre economías tenderá a manifestarse en un incremento de los flujos de capital transfronterizos, en una disminución del sesgo doméstico en las carteras de los agentes y en una convergencia en el precio de los instrumentos financieros con características similares. No obstante, estos indicios externos de integración financiera han de evaluarse con precaución, pues pueden recoger el efecto de otros fenómenos. Así, por ejemplo, aunque la crisis financiera global vino precedida de una larga etapa de fuerte crecimiento de las operaciones financieras transfronterizas y de elevada correlación en el precio de los activos, parte de esta evolución fue fruto también de una minusvaloración de los riesgos, en ocasiones propiciada por innovaciones financieras complejas.

En la zona del euro, la crisis ha supuesto un retroceso importante de la integración en aquellos mercados financieros en los que había alcanzado un grado mayor, como los de financiación mayorista —principalmente el monetario y el de deuda pública y bancaria—. Este proceso ha recibido el nombre de «fragmentación financiera» o «renacionalización», dado que ha producido una mayor compartimentación de los mercados según las líneas fronterizas de los Estados miembros. Como resultado de ello las condiciones financieras nacionales han sido divergentes. Esta fragmentación vino alimentada por las propias carencias en el diseño institucional de la unión monetaria, hoy en fase de superación.

Este artículo ilustra cómo la crisis provocó una profunda y persistente fragmentación de los mercados financieros que, a pesar de su mejora reciente, se mantiene y se traduce en unas condiciones de financiación demasiado estrictas en, precisamente, aquellos países que más necesitan del estímulo de la política monetaria. Para ello, el segundo epígrafe sitúa en contexto al lector, describiendo el punto de partida y los avances en la integración financiera que se produjeron antes del desencadenamiento de la crisis. El tercero se centra en el análisis de indicadores de fragmentación para el sector bancario, por su relevancia en la UEM y por ser el sector donde este proceso fue más evidente desde un principio, agudizado posteriormente por la interacción con los riesgos de la deuda soberana. El cuarto epígrafe ilustra las implicaciones de la fragmentación financiera en términos de las asimetrías nacionales en el coste de la financiación. Después, en el epígrafe quinto, se aborda la valoración directa de algunas variables en las que este fenómeno se

**La integración financiera en la UEM antes de la crisis: alcance desigual e incompleto**

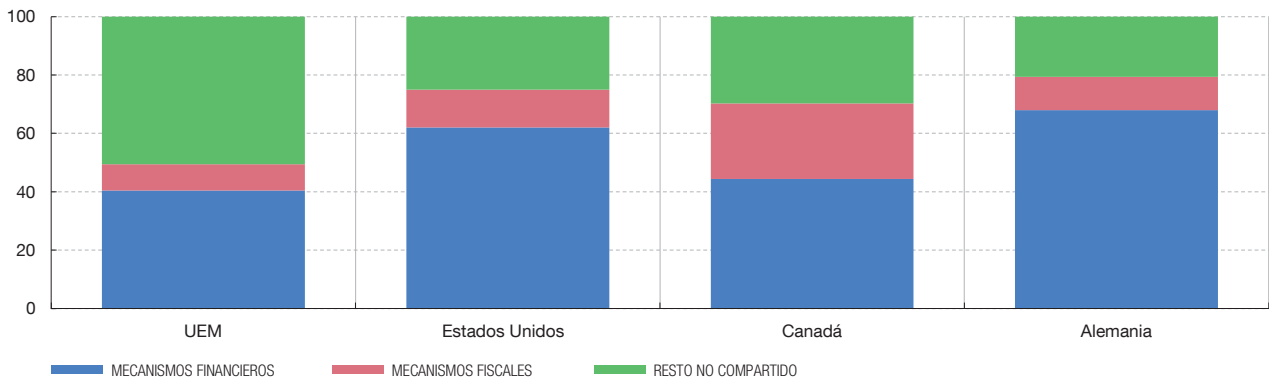
ha manifestado de forma más patente, como los flujos transfronterizos de capitales o el sesgo doméstico en las carteras de los inversores. El último epígrafe recoge las principales conclusiones.

La zona del euro fue partícipe, antes de la crisis, de la tendencia global a la internacionalización de las operaciones financieras. No obstante, el principal motor de la integración financiera dentro del área fue la creación de la moneda única en 1999, reforzada por las diferentes iniciativas comunitarias para formar un mercado único de servicios financieros a través de la progresiva armonización de los marcos legislativos y regulatorios así como del desarrollo de las infraestructuras sobre las que descansan los distintos segmentos de mercado (como las plataformas de grandes pagos o los sistemas de liquidación de valores).

Como documentan los informes de integración financiera anuales del BCE, el primero publicado en 2005, los avances fueron destacables a partir de 1999, aunque desiguales dependiendo del tipo de mercado y sector. Tras la introducción del euro, el mercado monetario logró una integración considerable de manera rápida, lo que era indispensable para garantizar una traslación uniforme del tono de la política monetaria. Este proceso vino apoyado por la interconexión en 1999 de los quince sistemas nacionales de grandes pagos a través de TARGET, plataforma que en 2007 fue sustituida por TARGET2. Los mercados de bonos, incluido el de deuda corporativa, también lograron un elevado grado de integración, de manera simultánea a su expansión y con la excepción del segmento de valores de corto plazo [véase Trichet (2008)]. El proceso fue, en cambio, más lento en los mercados de renta variable, para los que han persistido mayores barreras institucionales [Trichet (2008) y Jappelli y Pagano (2008)]. A pesar de ello, como recoge el BCE (2013a), las tenencias transfronterizas dentro de la UEM de valores de renta variable cotizados han ido incrementándose considerablemente, pasando del 22 % en 2001 al 43 % en 2011.

Aunque el sistema bancario del área del euro pudo acceder a unos mercados mayoristas de financiación cada vez más integrados, la actividad minorista y los sistemas de pequeños pagos se mantuvieron fragmentados. La existencia de marcos legales y estándares nacionales diferenciados, así como la naturaleza intrínseca de esta actividad, que requiere cierta cercanía con el cliente, limitaron el alcance de la integración. Reflejo de ello fue también el hecho de que las fusiones y adquisiciones dentro del sistema bancario en la UEM hayan tenido un carácter eminentemente nacional y que la presencia de banca extranjera en los países del área —a través de filiales o sucursales— haya sido reducida, hecho que afecta en particular a los países de mayor tamaño [véanse BCE (2013b) y Sapir y Wolff (2013)]. De acuerdo con BCE (2013a), el valor mediano del peso de las filiales y sucursales extranjeras en el activo de cada sector bancario nacional suponían el 19 % en 2008, cifra que con la crisis se ha reducido al 16 % en 2012, nivel todavía superior al 11 % en que se situaba en 2001. Detrás de estas cifras referidas a la mediana de la distribución de países, se esconde una notable heterogeneidad, habiendo países en los que la banca extranjera es la predominante, mientras que en otros la presencia es mínima (el porcentaje correspondiente al percentil 25 es del 5,4 % en 2012). Aunque no son medidas exactamente equivalentes, Morgan *et al.* (2004) muestran que en Estados Unidos el porcentaje de los activos bancarios en un Estado que eran propiedad de consorcios bancarios con activos en otros Estados americanos se multiplicó hasta situarse en el 60 % en 1995, después de los cambios regulatorios implementados que fueron permitiendo la operativa bancaria entre Estados.

A pesar de los avances, por tanto, la integración financiera en la UEM estaba lejos de haber culminado antes de la crisis. Esta conclusión es también la que se desprende de los



FUENTES: Banco de España y otros.

a Las estimaciones para cada área geográfica se toman de Banco de España (2013) para el caso de la UEM; Asdrubali, Sorensen y Yosha (1996) para Estados Unidos; Balli, Basher y Rosmy (2012) para Canadá, y Hepp y Von Hagen (2013) para Alemania. Los mecanismos financieros incluyen un canal de rentas de factores y un canal de ahorro (que aproximaría el efecto amortiguador del recurso al crédito internacional). Los mecanismos fiscales son transferencias internacionales en el caso de la UEM, mientras que en los demás casos se trata de transferencias entre Estados federados o provincias que pertenecen al país en cuestión. El Resto no compartido recoge fundamentalmente la proporción de varianza no explicada por el resto de los canales. El marco de la Contabilidad Nacional en el que se apoyan los análisis presentados no contempla el papel de las ganancias de capital como un mecanismo adicional para compartir riesgos, canal que, no obstante, se demuestra significativo en, por ejemplo, Balli *et al.* (2011).

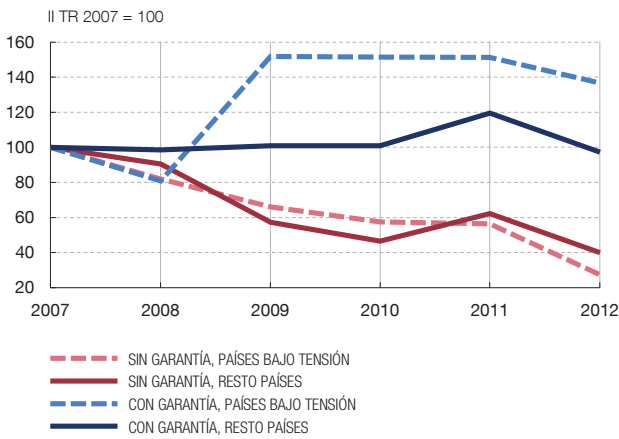
trabajos empíricos disponibles que cuantifican la capacidad para amortiguar los efectos de perturbaciones asimétricas en uniones monetarias. Como se ilustra en el gráfico 1, los estudios disponibles apuntan, en general, a que la capacidad de la UEM para compartir riesgos a través de los mercados financieros es menor que la correspondiente a otras áreas monetarias. Además, como la zona del euro no dispone de un presupuesto central —más allá de un presupuesto comunitario muy reducido—, el canal de las transferencias entre Estados tampoco tiene importancia destacable comparado con los países que sí disponen de presupuestos federales centrales significativos. Ello implica que el porcentaje de riesgo no compartido en el área del euro es superior a la mitad. Además, dentro de los mecanismos financieros, el grueso de la compensación en la zona del euro discurre a través del canal del ahorro o del crédito, ya que el papel de las rentas de capital es muy escaso. Estudios más recientes como el de Furceri y Zdzienicka (2013) revelan cómo esta vía de ajuste se ve notablemente mermada durante las etapas de crisis. Por lo tanto, el proceso europeo de integración financiera, basado principalmente en flujos de crédito y no tanto en las relaciones de inversión directa o de copropiedad, era más vulnerable a *shocks* asimétricos y a que se desencadenasen tendencias en sentido opuesto, que a la postre llegaron a suponer un importante riesgo desestabilizador para las economías dependientes de la financiación exterior.

Aunque las tensiones financieras estuvieron inicialmente muy confinadas al mercado interbancario, la fragmentación comenzó a extenderse cuando la crisis adquirió características propias en la zona del euro distintas de la dinámica global y mutó en una crisis de deuda soberana que puso de relieve las carencias del diseño institucional de la UEM.

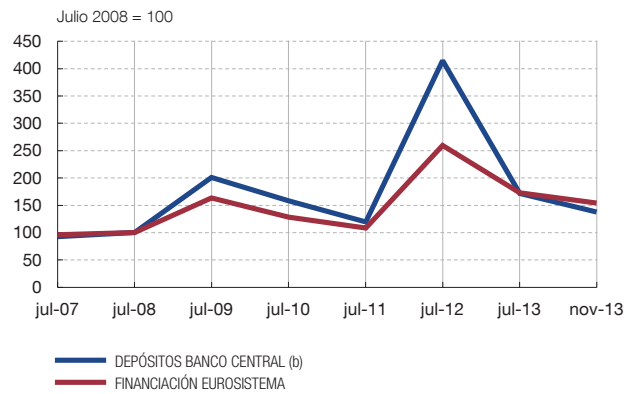
### La interacción del riesgo soberano y la fragmentación del sector bancario

La crisis financiera tuvo desde su inicio a mediados de 2007 un grave impacto sobre el mercado interbancario, pieza vital del sistema financiero del área del euro así como para la instrumentación y transmisión de la política monetaria única. Las entidades se mostraban reacias a prestarse entre sí, lo que provocó una grave pérdida de liquidez y un repunte de los tipos negociados en el segmento de préstamos sin garantía. Como se ilustra en el primer panel del gráfico 2, la caída de la actividad de préstamos sin garantías fue general por países. Esta situación hizo que el BCE adaptase su operativa con el fin

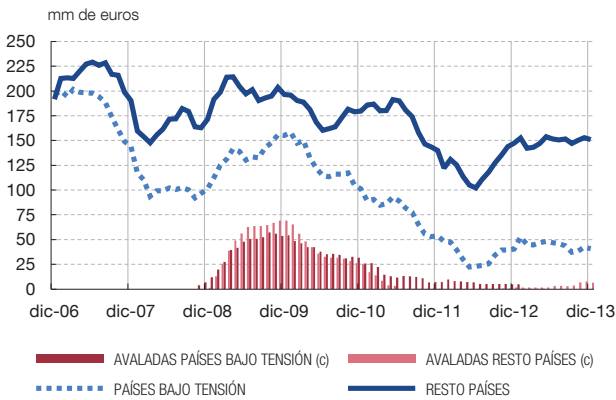
PRÉSTAMOS EN LOS MERCADOS MONETARIOS (a)



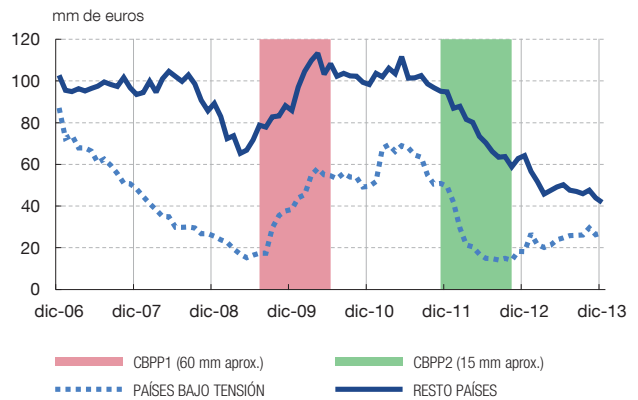
RECURSO A LA FINANCIACIÓN Y LOS DEPÓSITOS CON EL EUROSISTEMA



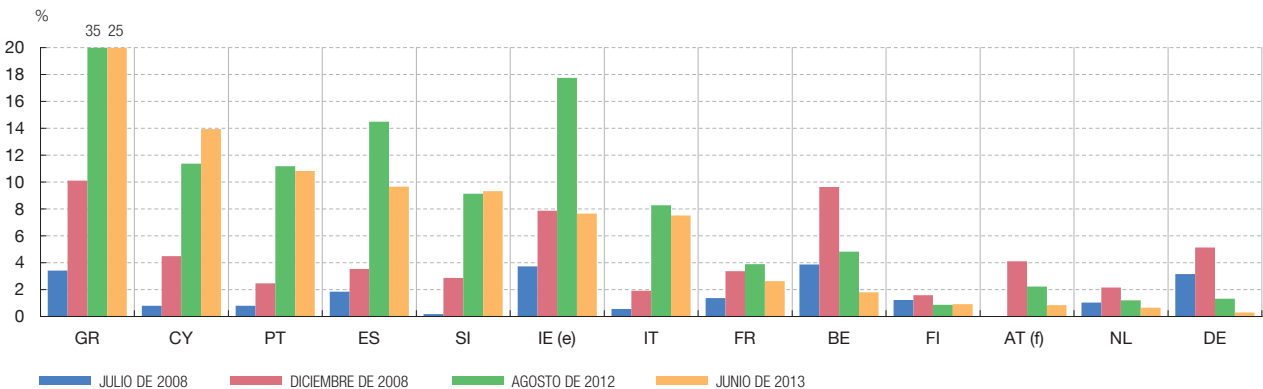
EMISIONES DE BONOS (NO RETENIDAS)  
Acumuladas doce meses



EMISIONES DE COVERED BONDS  
Acumuladas doce meses



FINANCIACIÓN DEL BANCO CENTRAL EN PORCENTAJE DEL PASIVO BANCARIO (d)



FUENTES: Dealogic, ESRB risk dashboard de septiembre de 2013 y Banco Central Europeo.

- a Volumen medio diario durante el segundo trimestre de cada año. La información del informe de integración financiera de 2013 de «bajo tensión» incluye Italia, España, Grecia, Portugal, Irlanda, Chipre y Eslovenia.
- b Facilidad de depósito más cuenta corriente.
- c Emisiones no retenidas y con aval público.
- d El pasivo excluye el capital y las reservas.
- e Parte de este descenso refleja la operación de liquidación de IBRC (antiguo Anglo Irish Bank).
- f Dato de julio de 2008 no disponible.



de asumir un papel creciente de intermediario en el suministro de liquidez<sup>1</sup>. La apelación a la financiación del Eurosistema creció en torno al 80 % en la segunda mitad de 2008, de una manera generalizada por países, al tiempo que las entidades con exceso de fondos, para evitar los riesgos de contrapartida, incrementaron sus posiciones acreedoras en el propio banco central. La intervención del BCE contribuyó a reconducir el nivel de las primas de riesgo en los mercados monetarios, si bien la actividad en el mercado interbancario no se recuperó y el sistema bancario mantuvo una dependencia elevada de los recursos del banco central. Durante esta primera etapa de la crisis, la refinanciación de la deuda bancaria contó con el respaldo de los esquemas de avales públicos que se introdujeron con la crisis y del primer programa de compras de *covered bonds* del BCE, CBPP1 (véanse los paneles centrales del gráfico 2). Las nuevas emisiones bancarias de deuda senior con aval bancario superaron los 120 mm de euros en el conjunto de 2009, al tiempo que las adquisiciones a través del CBPP1 alcanzaron el objetivo de 60 mm de euros en junio de 2010.

La irrupción de la crisis de la deuda soberana, especialmente a partir de 2011, fue el resultado de una preocupación creciente sobre los desequilibrios macroeconómicos y financieros de algunos Estados miembros y las deficiencias en la estructura institucional del área, todo ello agravado con la recaída de la actividad económica en ese año. En consecuencia, tal como se explica en el párrafo siguiente, los problemas de fragmentación en el sector bancario se agudizaron. Aunque los focos de tensión fueron numerosos, la necesidad de reestructurar la deuda griega con la participación del sector privado (condición para el segundo programa de asistencia griego) supuso un cambio trascendental en la percepción del riesgo que entrañaba la exposición soberana en la zona del euro. Esta operación, acordada por los jefes de Estado y de Gobierno en julio de 2011 pero concretada en el primer trimestre de 2012, contribuyó a un aumento desordenado de las primas de riesgo soberanas que, en ausencia de un mecanismo común para la resolución de crisis suficientemente potente, se realimentaba por su interacción con el deterioro en la solvencia percibida de la banca y la debilidad de la actividad económica.

La apreciación de un mayor riesgo soberano se transmitió a la solvencia percibida de la banca nacional, y viceversa, a través de varios canales. Por un lado, la caída del precio de los bonos soberanos generaba pérdidas a las entidades financieras y disminuía su valor como colateral en las operaciones de financiación. De manera indirecta también, el carácter restrictivo que debía adquirir la política fiscal añadía impulsos recesivos sobre la economía y suponía un elemento de presión al alza sobre la morosidad. Todo ello contribuyó a deteriorar la solvencia percibida de las entidades, provocando un endurecimiento adicional de las condiciones de acceso a la financiación, y repercutió desfavorablemente sobre la economía a través de una contracción del crédito. En el caso de la zona del euro todos estos efectos eran particularmente poderosos dado el papel predominante de la banca en la canalización del crédito a la economía y porque la exposición de las entidades a la deuda pública doméstica es relativamente elevada, particularmente en los países que han experimentado tensiones más fuertes en los mercados de deuda, salvo Irlanda<sup>2</sup>. Además, la debilidad del sector bancario en ausencia de una autoridad europea de gestión y resolución de crisis hacía que el res-

1 Para más detalles, puede consultarse Millaruelo (2009).

2 El peso de la deuda pública —préstamos más valores— en el activo de las instituciones financieras monetarias es superior al 9 % en media para los países bajo tensión, menos para Irlanda, donde el peso es de alrededor del 4 % para el sector de entidades de crédito domésticas (es decir, excluyendo las entidades irlandesas con sede fuera de Irlanda y escasa actividad con la economía del país).

paldo financiero disponible para la banca tuviera una dimensión estrictamente nacional y, por tanto, limitada por la capacidad fiscal del país, lo que intensificaba el vínculo entre la solvencia de las finanzas públicas y del sector bancario. Esto era así en un contexto en el que los sistemas bancarios habían adquirido un tamaño relativamente elevado —de aproximadamente el 300 % del PIB en 2008 en la UEM, frente al 75 % en Estados Unidos, y con instituciones cuya dimensión llegaba a superar el PIB anual del país de residencia [véase BCE (2013b)].

Esta dinámica hizo que la crisis adquiriera un carácter sistémico y los inversores llegaron incluso a cuestionar la irreversibilidad de la moneda única. La agudización de las tensiones a mediados de 2012 vino motivada por el deseo de los agentes de cubrirse del riesgo de ruptura de la UEM y la consiguiente redenominación de activos y pasivos en otras monedas. Estos procesos desembocaron en una crisis de balanza de pagos para los países más vulnerables, que se enfrentaron a restricciones a la financiación exterior y salidas de capital, principalmente a través de los sistemas bancarios. Nuevamente, la financiación del Eurosistema —principalmente, mediante la introducción de operaciones a tres años— evitó que las tensiones en la banca desembocaran en una venta acelerada e involuntaria de activos y una fuerte restricción del crédito a las economías. Mientras unas entidades aumentaron intensamente su recurso al Eurosistema, los bancos con exceso de fondos incrementaron sus posiciones acreedoras en el banco central, lo que indicaba que el alcance de las medidas no había sido suficiente para reducir de forma duradera la desconfianza en los mercados de deuda soberana y bancaria<sup>3</sup>.

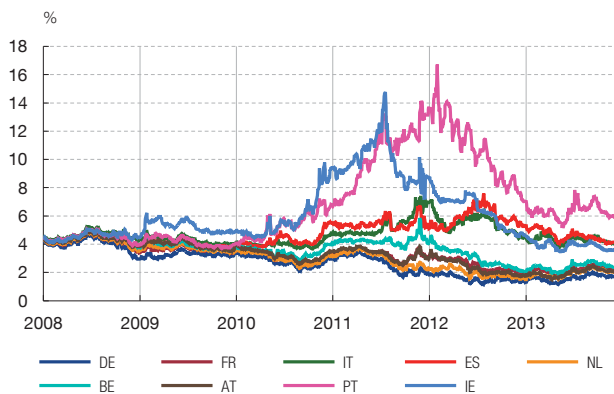
Las tensiones comenzaron a revertir cuando las autoridades económicas dieron pasos adicionales en la dirección de romper los vínculos soberanos y bancarios, lo que tuvo lugar desde mediados de 2012. En primer lugar, hay que destacar el papel que jugó el BCE en la desactivación del riesgo de ruptura de la moneda única. La declaración de su presidente a finales de julio de que el BCE, dentro de su mandato, haría todo lo necesario para garantizar la permanencia del euro fue seguida del anuncio del programa OMT, en el que el BCE se comprometía a intervenir en los mercados de deuda soberana, sujeto a varias condiciones, entre ellas la existencia de un programa de asistencia del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). Además de las actuaciones del BCE<sup>4</sup> y de los esfuerzos de las autoridades nacionales en los ámbitos de la consolidación fiscal y las reformas estructurales, los jefes de Estado y de Gobierno adquirieron el compromiso de construir una unión bancaria dentro de un nuevo diseño institucional de la UEM, proyecto que estaría conformado por un mecanismo único de supervisión, y procedimientos comunes de reestructuración y resolución bancaria y de garantía de depósitos.

A partir de entonces comenzó una gradual normalización de la situación de los mercados, lo que se manifestó, como ilustra el gráfico 2, en una reducción de la financiación del Eurosistema y, de manera más intensa, en las reservas colocadas en el Eurosistema, después de haber alcanzado niveles anormalmente altos durante la primera mitad de 2012. Sin embargo, el grado de fragmentación en el sector bancario sigue siendo muy elevado, como ilustraría la falta de recuperación de la actividad del mercado interbancario y el reducido volumen de emisiones de deuda de la banca en los países más afectados por las tensiones.

3 En los paneles centrales del gráfico 2 puede observarse también cómo, en este contexto de tensiones muy elevadas, la eficacia del segundo programa de compras de *covered bonds* del BCE (CBPP2) para reactivar la actividad emisora de los bancos fue muy limitada, lo que apuntaba a la necesidad de medidas más contundentes, orientadas más directamente a la raíz de los problemas del área.

4 Para mayor detalle, puede consultarse Millaruelo y Del Río (2013).

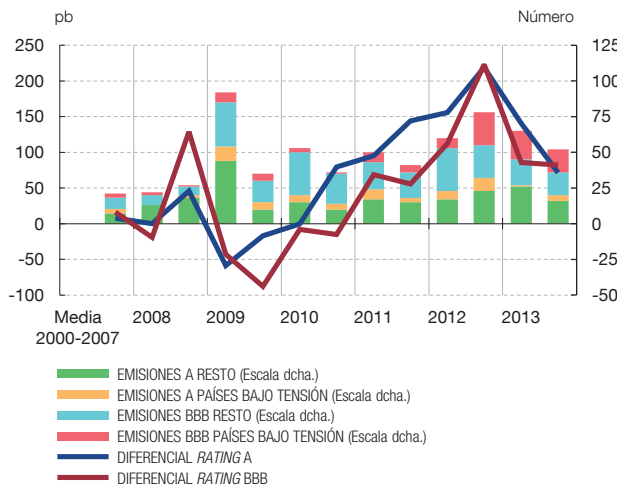
RENTABILIDAD BONOS SOBERANOS A DIEZ AÑOS



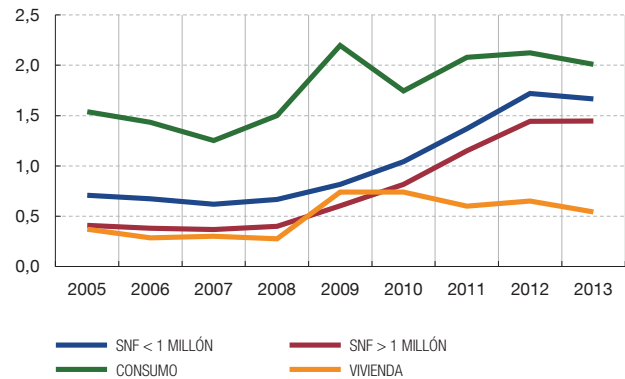
DISPERSIÓN POR PAÍS DE PRIMAS DE RIESGO (a)



EMISIONES DE BONOS DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Diferencial del coste de los países bajo tensión (b)



DIVERGENCIAS EN LOS TIPOS DE INTERÉS DE PRÉSTAMOS BANCARIOS (c)



FUENTES: Dealogic, Reuters y Banco Central Europeo.

- a A partir de los contratos CDS sénior a cinco años. Media nacional a partir de datos de compañías individuales para el sector bancario y de empresas de telecomunicación. La medida de dispersión por países es la desviación típica.
- b Diferencia del *spread to benchmark* en las operaciones de emisión en países bajo tensión y con respecto al resto de los países.
- c Son tipos de interés de operaciones nuevas en promedio anual. Las divergencias entre los once países considerados se miden con la desviación típica. Para 2013 son datos hasta octubre.

### Las divergencias en las condiciones financieras

La fragmentación generada con la crisis de la deuda soberana también tuvo un gran reflejo en la dispersión por países de las condiciones financieras, que se volvieron particularmente restrictivas en aquellos que más necesitaban del impulso expansivo de la orientación de la política monetaria única (véase gráfico 3).

La crisis soberana generó amplias divergencias de los costes de financiación entre países que se fueron alimentando de manera creciente como consecuencia de la crisis de confianza general hacia el euro. Como se ha comentado anteriormente, en los momentos de mayores tensiones no se descartaron posibles escenarios de ruptura del área monetaria, lo que impulsó los diferenciales de tipos de interés soberanos hasta niveles extraordinariamente elevados a mediados de 2012. De acuerdo con Di Cesare *et al.* (2012), el diferencial soberano italiano respecto al tipo alemán se situó 250 pb por encima del valor que vendría determinado por los fundamentos económicos de la economía italiana, magnitud en línea con la obtenida por el FMI (2012), que situó en 200 pb el exceso de rentabilidad de los bonos soberanos español e italiano. Estas primas derivadas de la crisis de

confianza hacia el euro se trasladaban al coste de la financiación del sector privado de estas economías. Así, como se ilustra en el tercer panel del gráfico 3, el coste de emisión de deuda para las empresas no financieras con un perfil de riesgo similar —*rating* A o BBB— se volvió muy superior en las zonas estigmatizadas durante los momentos en los que la crisis de la deuda soberana incorporaba el escenario de posible fractura del área monetaria.

La fragmentación en el sector bancario de la UEM se hizo también patente en las condiciones de concesión de los nuevos préstamos bancarios. Las divergencias en el coste de la financiación se volvieron particularmente acusadas en el segmento de crédito al consumo y para empresas (véase cuarto panel del gráfico 3). El encarecimiento de la financiación bancaria afectó de manera particular a las pymes en los países bajo tensión, ya que las empresas de mayor tamaño pudieron atenuar el impacto del elevado coste del crédito bancario y la contracción en su oferta mediante la emisión de bonos en los mercados.

Desde esta óptica de los precios, también se produjo un punto de inflexión a mediados de 2012, con una corrección de los indicadores de fragmentación que no obstante ha sido insuficiente y desigual. Los niveles de divergencias son todavía muy elevados en los mercados de financiación bancarios y en los préstamos a la clientela (donde apenas se han reducido los diferenciales), particularmente en el segmento de préstamos a empresas de menor importe, lo que constituye un obstáculo para que los impulsos de la política monetaria se transmitan de manera efectiva, contribuyendo a que las condiciones financieras mantengan un carácter muy restrictivo.

#### Los flujos financieros transfronterizos y el sesgo doméstico

Finalmente, como se ilustra en los distintos indicadores del gráfico 4, desde el punto de vista de los flujos financieros transfronterizos y el sesgo doméstico de las carteras, la fragmentación financiera ha sido también muy profunda tras el inicio de la crisis.

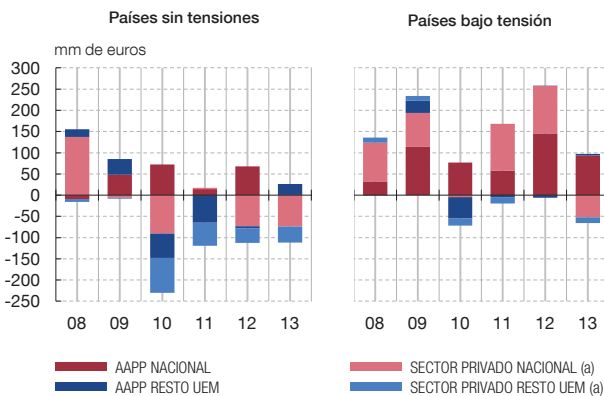
En el caso de las operaciones de la banca con valores de renta fija, durante 2010-2012 se incrementaron las compras de deuda pública nacional, de manera mucho más intensa en los países sujetos a tensiones financieras. Además, las entidades de los países alejados de las tensiones vendían o amortizaban valores emitidos por el resto de los países de la UEM (véase gráfico 4). En los países bajo tensión la nacionalización de las inversiones también se produjo a través de emisiones retenidas como un mecanismo que permitía generar colateral que respaldara su creciente apelación a la financiación del Eurosistema, operativa que dejó de permitirse en 2013.

Considerando de manera general los movimientos de capitales, se produjo una notable reducción de la exposición de la banca internacional en los países bajo tensión. De acuerdo con los datos del BIS, la posición agregada de los sistemas bancarios de algunos países de la UEM frente al sector público y a la banca de estos países<sup>5</sup> disminuyó en torno a un 40% entre el primer trimestre de 2011 y mediados de 2012. Estas salidas de capital también se solaparon con una deslocalización de las inversiones financieras hacia los países que se consideraban más seguros<sup>6</sup>, teniendo todo ello un reflejo muy claro en los saldos

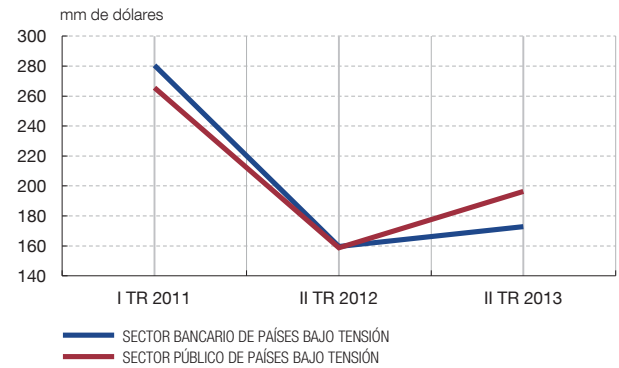
5 Las cifras recogen el total de activos bancarios de la banca alemana, francesa y belga frente al sector público y bancario de Italia, España, Portugal e Irlanda.

6 Durante el período indicado, se produjeron salidas de depósitos significativas de algunos países bajo tensión —entre los que destaca Grecia—, así como repatriaciones de posiciones mantenidas por los inversores de los países del centro —en gran medida, Francia y Alemania—, y movimientos de fondos de grandes grupos bancarios internacionales como estrategia de cobertura del riesgo de redenominación. Estos movimientos tendieron a aumentar de forma significativa la dependencia de los sistemas bancarios de los países periféricos de la liquidez del Eurosistema.

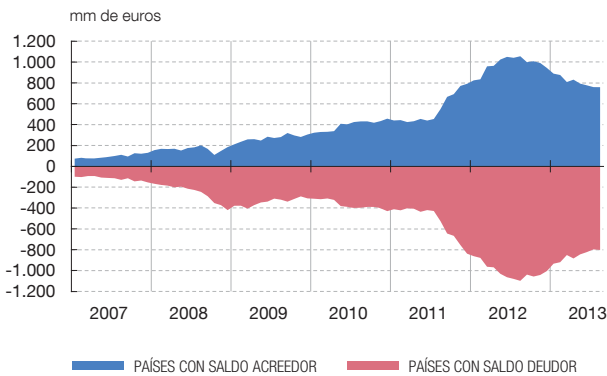
SECTOR BANCARIO: ADQUISICIONES NETAS DE VALORES DE RENTA FIJA



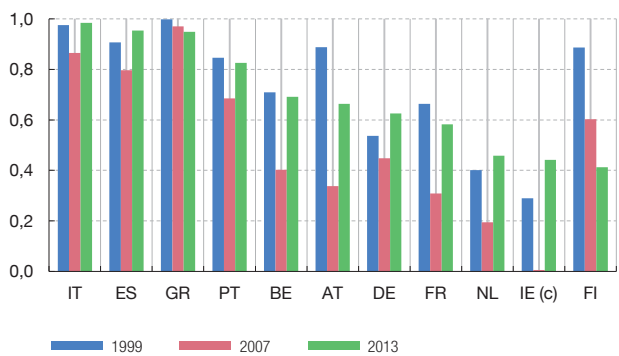
EXPOSICIÓN DE LOS SISTEMAS BANCARIOS A LOS PAÍSES BAJO TENSIÓN (a)



SALDOS TARGET2 AGREGADO DE LOS BANCOS CENTRALES NACIONALES



INDICADOR SESGO PAÍS. CARTERA DE DEUDA PÚBLICA DE LOS BANCOS (b)



FUENTES: BIS, bancos centrales nacionales y Banco Central Europeo.

- a Activos exteriores de la banca alemana, francesa y belga frente al sector público y sector bancario de España, Italia, Portugal e Irlanda. Información procedente de las estadísticas bancarias consolidadas del BIS con base en el riesgo último.
- b Cifras cercanas a 1 de este indicador reflejan una elevada presencia de valores nacionales en la cartera (alto sesgo país), y próximas a cero, un predominio de valores no nacionales (bajo sesgo país).
- c En el caso de Irlanda el indicador se refiere a las entidades de crédito (excluye, por tanto, los fondos monetarios). Los datos incluyen los bancos con sede fuera de Irlanda, lo que distorsiona el valor de este indicador (véase nota 9).

TARGET2<sup>7</sup>, que llegaron a niveles máximos en el verano de 2012 (véase gráfico 4). La corrección de estas tendencias desde mediados de 2012 permitió una cierta recuperación de las inversiones en los países sujetos a mayores presiones, más intensa en las posiciones frente al sector público.

Esta renacionalización de los flujos financieros contribuyó a un aumento del sesgo nacional en las carteras de inversión. Para ilustrarlo se construye un indicador de sesgo doméstico dentro de la UEM para la cartera de deuda pública de los bancos, siguiendo la aproximación habitual en la literatura, pero restringiéndose al mercado del área [véase, por ejemplo, Jochem y Volz (2011)]. En particular, el indicador de sesgo doméstico empleado mide el grado con el que los bancos del área sobreponderan la deuda pública doméstica en su cartera respecto al peso de la deuda pública de su país en el conjunto del mercado

7 TARGET2 canaliza la gran mayoría de los (grandes) pagos transfronterizos entre los países miembros del área, tanto los originados por transacciones reales (como las operaciones de importación/exportación) como por operaciones financieras.

del área<sup>8</sup>. Si la cartera de los bancos solo tiene valores domésticos, el indicador toma un valor unitario, mientras que su valor es cero si la cartera del banco replica de manera perfecta la composición del mercado. El índice podría adoptar un valor negativo si los bancos tienen un peso de los valores del resto de la UEM superior al de mercado.

Como se observa en el último panel del gráfico 4 el sesgo doméstico en la cartera de deuda pública de las entidades de crédito muestra elevadas divergencias por países. La banca en los países sujetos a mayores tensiones ha tenido tradicionalmente una composición de cartera más orientada hacia valores domésticos<sup>9</sup>. Con la crisis, no obstante, el aumento del sesgo doméstico ha sido un comportamiento generalizado, con la excepción de Finlandia, alcanzándose niveles similares a los registrados con anterioridad a la introducción del euro e incluso superiores en algunos países.

## Conclusiones

Una unión monetaria requiere mecanismos poderosos que permitan un mayor grado de protección de las economías ante perturbaciones asimétricas. La integración financiera juega en este sentido un papel esencial al promover una diversificación de los riesgos a través de las operaciones de inversión financiera y financiación.

Aunque la introducción de la moneda única en la UEM dio paso a una etapa de creciente integración financiera, los logros tuvieron un alcance desigual por segmentos de mercados y sectores, en todo caso con una potencia limitada para haber actuado de manera efectiva en la crisis actual. La propia crisis ha provocado un retroceso de la integración particularmente en aquellos segmentos donde más avanzó en los años previos —mercados interbancarios y de deuda mayorista—, y ha puesto de relieve la vulnerabilidad de una integración incompleta. Según algunos indicadores como los referidos al sesgo doméstico de las carteras de las entidades, el grado de integración ha retrocedido hasta los niveles vigentes antes de la creación de la UEM.

Los estudios empíricos disponibles acerca de la potencia de los distintos canales para compensar o mutualizar los efectos de perturbaciones asimétricas ponen de manifiesto que su capacidad conjunta de amortiguación es inferior en el área del euro que en otras uniones monetarias comparables, y que el cauce más eficaz en el caso europeo, el canal del ahorro o del crédito, ve fuertemente atenuada su potencia en las recesiones importantes.

En este contexto de mercados financieros fragmentados, los impulsos expansivos de la política monetaria única no han llegado en igual medida a todos los países miembros, y las condiciones financieras, dominadas por primas de riesgo nacionales, han adquirido un

8 Formalmente, el indicador de sesgo doméstico  $HB_i$  para la cartera de los bancos del país  $i$  vendría determinado por:

$$HB_i = 1 - \frac{w_i^{\neq i}}{w^{\neq i}}$$

donde el índice  $\neq i$  se refiere al «resto de los países de la zona del euro», el numerador de la fracción recoge el peso de los valores del «resto del área del euro» en la cartera de los bancos del país  $i$ , y el denominador el peso de dichos valores en el total del mercado del área.

9 En el caso de Irlanda, la información disponible no permite calcular este indicador excluyendo las filiales extranjeras, cuyo peso en el balance del conjunto del sector es elevado, a pesar de que tienen una escasa actividad con la economía irlandesa. De acuerdo con el Banco Central de Irlanda, en septiembre de 2013, las tenencias de valores de deuda pública doméstica en la cartera del total de entidades de crédito ascendían a 19,7 mm de euros, de los cuales 19,1 mm se encontraban en el balance de las entidades domésticas. Las tenencias de valores de deuda pública de otros países del área ascendían a 22,4 mm, y cabe pensar que en su mayoría están en manos de las filiales extranjeras. En el balance de los bancos domésticos, los valores emitidos por otros residentes del área del euro —lo que incluye también emisiones de empresas y bancos— ascienden a 8,32 mm de euros.

carácter procíclico al volverse más restrictivas en aquellos países con mayores dificultades. Es más, la renacionalización de los flujos financieros supuso graves riesgos para la estabilidad financiera de los países con dependencia de financiación exterior, en un proceso con ciertas características de expectativas autorrealizables.

A mediados de 2012 se produjo un punto de inflexión, con la adopción de medidas de política económica a nivel nacional y europeo dirigidas de manera particular a atajar la espiral negativa que se había creado entre los riesgos soberanos, los bancarios y la debilidad de la actividad económica. Se inició entonces una cierta normalización financiera, acotando las primas de riesgo, reduciendo en alguna medida la dispersión por países de los tipos de interés del crédito, y desencadenando un proceso de recuperación de flujos financieros y de reducción de la dependencia de la liquidez del Eurosistema.

En cualquier caso, el alcance de este proceso es todavía limitado. Ello subraya la necesidad de culminar el proceso de integración financiera, en el cual el proyecto de Unión Bancaria juega un papel primordial para reducir la potencia de los procesos de realimentación entre el riesgo soberano y el bancario.

4.12.2013.

## BIBLIOGRAFÍA

- ASDRUBALI, P., B. E. SØRENSEN y O. YOSHA (1996). «Channels of interstate risk sharing: United States 1963-1990», *The Quarterly Journal of Economics*, 111 (4), pp. 1081-1111.
- BANCO DE ESPAÑA (2013). *Informe Anual, 2012*, recuadro 2, capítulo 2.
- BALLI, F., S. BASHER y J. L. ROSMY (2012). «Channels of risk sharing among Canadian provinces: 1961-2006», *Empirical Economics*, vol. 43, n.º 2, octubre, pp. 763-787.
- BALLI, F., S. KALEMLI-OZCAN y B. SØRENSEN (2011). *Risk sharing through capital gains*, documento de trabajo 17612, NBER, noviembre.
- BCE (2013a). *Financial Integration in Europe*, abril.
- (2013b). *Banking Structures Report*, noviembre.
- DI CESARE, A., G. GRANDE, M. MANNA y M. TABOGA (2012). *Recent estimates of sovereign risk premia for the euro-area countries*, Documento Ocasional, septiembre, Banca d'Italia.
- FMI (2012). «Why Are Euro Area Periphery Sovereign Spreads So High?», recuadro 2 de *Global Financial Stability Report*, octubre.
- FURCERI, D., y A. ZDZIENICKA (2013). *The euro area crisis: need for a supranational fiscal risk sharing mechanism*, Documento de Trabajo n.º 198, Fondo Monetario Internacional.
- HEPP, R., y J. VON HAGEN (2013). «Interstate risk sharing in Germany: 1970-2006», *Oxford Economic Papers*, vol. 65 (1), enero, Oxford University Press, pp. 1-24.
- JAPPELLI, T., y M. PAGANO (2008). «Financial market integration under EMU», *Economic Papers*, n.º 312, marzo, Comisión Europea.
- JOCHEM, A., y U. VOLZ (2011). *Portfolio holdings in the euro area-home bias and the role of international, domestic and sector-specific factors*, Discussion Paper n.º 07/2011, Deutsche Bundesbank.
- MILLARUELO, A. (2009). «La instrumentación de la política monetaria del Eurosistema y la crisis financiera», *Boletín Económico*, junio, Banco de España.
- MILLARUELO, A., y A. DEL RÍO (2013). «Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE a lo largo de la crisis», *Boletín Económico*, enero, Banco de España.
- MORGAN, D. P., B. RIME y P. E. STRAHAN (2004). «Bank Integration and State Business Cycles», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 119, n.º 4, pp. 1555-1584.
- SAPIR, A., y G. B. WOLFF (2013). *The neglected side of banking union: reshaping Europe's financial system*, septiembre, Bruegel.
- TRICHET, J. C. (2008). Discurso de apertura en el segundo simposio organizado por la red de investigación del BCE y el CFS sobre «Capital Markets and Financial Integration in Europe», febrero.





## EL USO DE LA ORIENTACIÓN DE EXPECTATIVAS O *FORWARD GUIDANCE* COMO INSTRUMENTO DE POLÍTICA MONETARIA

Este artículo ha sido elaborado por Sonia López y Pedro del Río, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

### Introducción

En los últimos años, los bancos centrales de las principales economías avanzadas han hecho un uso cada vez más frecuente de indicaciones sobre la orientación futura de los tipos de interés o, más genéricamente, de la política monetaria —práctica conocida como *forward guidance*<sup>1</sup>, por su denominación inglesa— como instrumento de comunicación de la política monetaria, con el fin de influir en las expectativas de los agentes y en las condiciones financieras<sup>2</sup>. El uso extendido de la *forward guidance* se enmarca en una tendencia previa de creciente transparencia en la comunicación de los bancos centrales. Tras la crisis financiera, en un contexto en el que los tipos de interés oficiales se mantienen en niveles cercanos al límite inferior cero y en el que existen dudas sobre la efectividad y los riesgos de las medidas cuantitativas no convencionales, las autoridades monetarias han utilizado la *forward guidance* de un modo más ambicioso, con el objetivo de incrementar la efectividad de la política monetaria y proveer un mayor estímulo a la economía.

La mayor utilización de este tipo de medidas por los bancos centrales supone un desafío importante en términos de comunicación, pues deben ser capaces de transmitir al público un compromiso creíble, para alcanzar los efectos deseados con estas políticas, y mantener, al mismo tiempo, la flexibilidad necesaria para adaptarse a los cambios que puedan producirse en las condiciones económicas, sin poner en entredicho el cumplimiento de sus objetivos. Este reto se acentúa cuanto más hacia el futuro se extiende la *forward guidance*, pudiendo aparecer problemas de inconsistencia temporal o ser una fuente de volatilidad en los mercados financieros, si los compromisos se revisan muy frecuentemente.

En este artículo se analizan las políticas de *forward guidance* utilizadas en la actualidad por los bancos centrales de las principales economías avanzadas, señalando las principales características comunes y las diferencias entre ellas. Posteriormente, se describen los canales a través de los cuales operan, se repasa la evidencia empírica existente sobre su efectividad y se discuten los principales retos y problemas que puede presentar su uso, siempre desde un punto de vista interno. El artículo no se adentra en la discusión de las repercusiones que estas políticas pueden tener a escala global.

### Caracterización de las políticas de *forward guidance*

En términos amplios, la política de *forward guidance* consiste en la utilización de la política de comunicación del banco central como instrumento para ofrecer indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria. Habitualmente, aunque no siempre, esta orientación se refiere a la senda de tipos de interés oficiales<sup>3</sup>, y su fin es reducir la incertidumbre sobre las decisiones de política monetaria en el medio plazo, dirigir las expectativas de los agentes e influir en las condiciones financieras más generales.

1 Muchos de los términos recientes asociados a la política monetaria son habitualmente utilizados en su versión en inglés, que tienden a ser más sintéticos. En el presente artículo se seguirá esta pauta, aunque se dará la traducción en castellano al introducirlos.

2 Para una revisión completa de las experiencias de *forward guidance*, véase, por ejemplo, Den Haan (2013).

3 El Banco de Japón ha pasado recientemente a utilizar la base monetaria como instrumento principal de política monetaria, en lugar del tipo de interés oficial, y su estrategia de *forward guidance* hace referencia a ese instrumento. Por su parte, el Eurosistema utiliza desde 2008 la *forward guidance* en su política no convencional de provisión de liquidez a tipo fijo y adjudicación completa.

La política de *forward guidance* se venía utilizando por parte de algunos bancos centrales como forma de incrementar la transparencia de su política monetaria, dando mayor información sobre sus perspectivas económicas y su respuesta a ellas desde mediados de los años noventa<sup>4</sup>. Sin embargo, a raíz de la crisis, la comunicación respecto a los movimientos futuros de los tipos de interés oficiales se ha utilizado cada vez más como medio de superar los límites derivados del nivel cercano a cero de los tipos de interés oficiales e influir en los tipos de interés a largo plazo y en las condiciones financieras más generales, dando un mayor estímulo a la economía.

En este sentido, algunos autores han distinguido entre una política de *forward guidance* orientada simplemente a transmitir las perspectivas económicas del banco central, tratando de aumentar la transparencia de las decisiones de política monetaria, y otro tipo de *forward guidance* en el que lo relevante es el compromiso del banco central con una determinada hoja de ruta de política monetaria. Al primer tipo se le ha denominado «délfico», en contraposición al segundo, que sería «odiseico»<sup>5</sup>.

En el caso más extremo, la política de *forward guidance* podría estar señalizando una modificación genuina de la función de reacción del banco central, que otorgase más peso al objetivo de crecimiento, al comprometerse este a mantener un tono de la política monetaria más expansivo de lo que sería habitual si siguiera, por ejemplo, alguna regla simple de política monetaria, como la regla de Taylor. Esta interpretación es compatible con la visión de Buiter (2013), entre otros, que identifica un mayor peso del objetivo de crecimiento en la función de reacción de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed), en línea con las recomendaciones de Krugman (1998), Eggertsson y Woodford (2003) o Woodford (2012)<sup>6</sup>. De hecho, esta podría ser la interpretación al señalar la Fed su intención de no subir los tipos de interés incluso cuando se haya asentado la recuperación.

Sin embargo, la utilización de la *forward guidance* como forma de señalar una desviación de la estrategia habitual del banco central no es general. De hecho, otros bancos centrales que actualmente aplican políticas de *forward guidance*, como el BCE o el Banco de Inglaterra, han insistido en que sus anuncios no conlleven un cambio en sus objetivos ni en su estrategia, sino que se ajustan plenamente a esos principios y solo persiguen reducir la incertidumbre e incrementar la efectividad de la política monetaria.

Por otra parte, el banco central puede optar por distintas posibilidades de orientación de expectativas, dando información más cualitativa o cuantitativa, y siendo más o menos concreto. Un primer tipo de *forward guidance*, de carácter más cualitativo e indefinido, consiste en señalar que se mantendrá una determinada política monetaria por un período indefinido de tiempo (con frases como «por un período prolongado», usada en el pasado por la Fed o actualmente por el BCE). Un segundo tipo de *forward guidance*, más preciso, consiste en anunciar una fecha concreta hasta la que se mantendría dicha política (como las referencias temporales del tipo «hasta mediados de 2015» utilizadas por la Fed en los últimos años). Por último, una tercera forma de *forward guidance*, de

4 Bancos centrales de Nueva Zelanda (1997), Japón (1999), Noruega (2005), Suecia (2007), República Checa (2008) y Canadá (2009).

5 Para una explicación detallada sobre la taxonomía délfico frente a odiseico, véanse Campbell *et al.* (2012), Campbell (2013) y Praet (2013).

6 English *et al.* (2013) utilizan distintas formulaciones de funciones de reacción para racionalizar este aumento de importancia del objetivo de crecimiento, y Reifschneider *et al.* (2013) estiman el efecto persistente sobre el producto potencial derivado de la caída de la demanda para reforzar la justificación de una política de tipos de interés reducidos durante un período de tiempo prolongado.

### Esquemas actuales de *forward guidance* en los principales bancos centrales

carácter contingente, surge cuando el banco central se compromete a mantener un cierto tono de la política monetaria mientras se cumplan determinadas condiciones, definidas mediante umbrales numéricos (*thresholds*) para algunas variables económicas (como hacen la Fed o el Banco de Inglaterra en la actualidad, imponiendo umbrales para la tasa de desempleo y la inflación)<sup>7</sup>.

Algunos bancos centrales llevan años comunicando sus previsiones del tipo de interés oficial, como es el caso de los bancos centrales de Nueva Zelanda, Noruega o Suecia. Así, el Banco de la Reserva de Nueva Zelanda publicó, ya en 1997, proyecciones numéricas de los futuros tipos de interés. El Banco de Noruega publicó en 2005 un intervalo de confianza para la senda esperada de tipo de interés. En 2007, el Banco de Suecia comenzó a publicar sus previsiones de tipo *repo*. Dos años más tarde, adoptó una política de *forward guidance* definida de manera temporal (es decir, por un período concreto), comprometiéndose a mantener el tipo de interés hasta principios de 2011, si bien en julio de 2009 recortó el tipo de interés y acortó el período hasta el otoño de 2010. Esta estrategia de comunicación, con un componente más odiseico, ya había sido utilizada en 1999 por el Banco de Japón. Más tarde, en abril de 2009, el Banco de Canadá adoptó también una política de orientación por un período concreto, comprometiéndose a mantener el tipo de interés en un nivel bajo hasta el segundo trimestre de 2010.

A continuación se analizan más en profundidad las diferentes políticas de *forward guidance* que han adoptado los bancos centrales de las principales economías avanzadas en los últimos años (el caso del BCE se describe en el recuadro 1), clasificadas según la tipología mencionada: período indefinido, período determinado y contingente a la evolución de ciertas variables económicas, como ilustra el gráfico 1. Como se puede apreciar, el uso de este instrumento ha evolucionado, en general, desde la señalización de un período indefinido de tiempo a la alusión a fechas concretas y, más recientemente, al condicionamiento a determinadas variables económicas. En el cuadro 1 se señalan las características y diferencias fundamentales de la *forward guidance* aplicada en la actualidad por cada banco central.

### RESERVA FEDERAL DE ESTADOS UNIDOS

La Fed ya había utilizado una versión cualitativa e indefinida de política de *forward guidance* antes de la crisis<sup>8</sup>, en los años 2003 y 2004, durante la fase previa al endurecimiento del tono de la política monetaria en el ciclo anterior. A finales de 2008, a la vez que situaba el tipo oficial en el límite cero, volvió a introducir una *forward guidance* de tipo indefinido, señalando que las condiciones económicas garantizaban el mantenimiento de tipos excepcionalmente bajos por un «período prolongado». A partir de mediados de 2011, la Fed hizo más concreta la *forward guidance*, al referirla a períodos de tiempo definidos: «hasta al menos mediados de 2013» (en agosto de 2011), «finales de 2014» (en enero de 2012) y «mediados de 2015» (en septiembre de 2012); un salto cualitativo, según refleja el gráfico 1. Más tarde, en septiembre de 2012, la Fed añadió que esperaba que el tono muy acomodaticio de la política monetaria siguiese siendo apropiado por un tiempo considerable una vez la recuperación se hubiera fortalecido; anuncio que puede entenderse como una desviación respecto de la función de reacción habitual, como se ha comentado previamente.

<sup>7</sup> Como se verá a continuación, también pueden establecerse cláusulas de escape referidas al desanclaje de las expectativas de inflación a más largo plazo o a los riesgos a la estabilidad financiera, menos definidas y, por tanto, sujetas potencialmente a mayores dosis de interpretación.

<sup>8</sup> Para un análisis detallado de la práctica de la *forward guidance* por parte de la Fed antes y después de la crisis, véanse English *et al.* (2013), Femia *et al.* (2013) y Williams (2013). Para una visión más amplia sobre la política de comunicación de la Fed, véase Yellen (2012b).

El BCE cambió su estrategia de comunicación al introducir, en su reunión del 4 de julio, una versión cualitativa e indefinida de *forward guidance*, al anunciar que el «Consejo de Gobierno del BCE espera que los tipos de interés permanezcan en los niveles actuales o menores por un período prolongado de tiempo. Esta perspectiva se basa en la previsión de una inflación general controlada en el medio plazo, dada la debilidad de la economía real y la débil dinámica monetaria» [BCE (2013)]. En ese comunicado, el BCE dejó abierta la posibilidad de recortar tipos de nuevo, lo que sucedió en la reunión de noviembre, al bajarlos 25 puntos básicos, hasta el 0,25 %.

La adopción por parte del BCE de una política de *forward guidance* para la evolución futura de los tipos de interés, si bien en su forma más suave —es decir, por un período indefinido y con una redacción vaga—, rompe con el principio establecido previamente por el BCE y mantenido hasta esa fecha de *no pre-commitment*. Un miembro del Consejo Ejecutivo [Praet (2013)] explicaba que la intención del BCE era clarificar sus perspectivas económicas y reiterar su estrategia ante el distanciamiento que estaban tomando las expectativas del mercado, que, contagiadas por el impacto de la expectativa de *tapering* en Estados Unidos, estaban descontando una restricción de las condiciones monetarias en el área del

euro. En ese sentido, tanto Praet (2013) como Coeuré (2013) enfatizan que la introducción de la *forward guidance* no implica cambios en su función de reacción.

En cuanto a la efectividad de la *forward guidance* del BCE, los análisis preliminares realizados hasta ahora concluyen que los efectos sobre los mercados han sido positivos, reduciendo la volatilidad de los tipos de interés del mercado monetario, la incertidumbre sobre el tono futuro de la política monetaria y la sensibilidad de los mercados a noticias externas al área del euro [Coeuré (2013)].

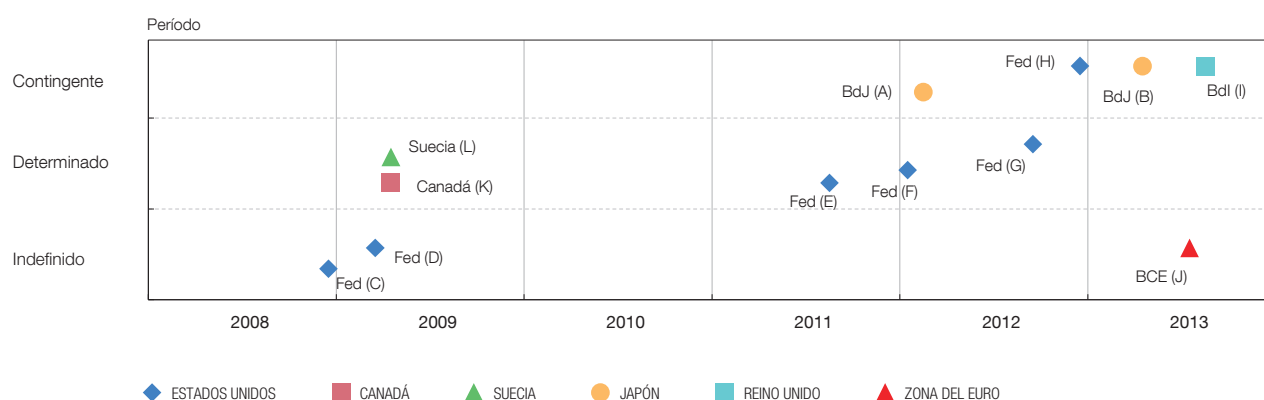
Por último, hay que recordar que el BCE adoptó en octubre de 2008 un elemento de *forward guidance* en lo que respecta a sus medidas no convencionales de provisión de liquidez a las entidades de contrapartida mediante el procedimiento de subasta a tipo fijo y adjudicación completa. En este sentido, la introducción de estas medidas fue acompañada de la comunicación de un plazo más o menos dilatado de su vigencia (es decir, se trata de una *forward guidance* con fecha concreta), que ha ido renovándose de forma recurrente en el momento de su expiración. Así, en noviembre de 2013 se ha renovado este plazo de vigencia de las medidas no convencionales de liquidez por el tiempo que sea necesario, y al menos hasta mediados de 2015.

Finalmente, la Fed volvió a reformular su estrategia de *forward guidance* en la reunión de diciembre de 2012, cuando pasó a hacerla contingente a la evolución de algunas variables económicas. En esta línea, que es la que sigue actualmente, la Fed se compromete a mantener el tipo de los fondos Federales en el rango actual, excepcionalmente bajo, mientras se cumplan las siguientes condiciones:

- Que la tasa de desempleo se mantenga por encima del 6,5 %.
- Que la previsión de inflación en un horizonte de entre uno y dos años no supere el 2,5 % [+0,5 puntos porcentuales (pp) por encima del objetivo de largo plazo].
- Que las expectativas de largo plazo de inflación continúen bien ancladas.

Además, para determinar por cuánto tiempo se mantendrá la «política ampliamente acomodaticia», el Comité de Política Monetaria (FOMC, por sus siglas en inglés) tendrá en cuenta otros indicadores del mercado laboral, las presiones inflacionistas y las expectativas de inflación y el entorno financiero. En todo caso, la Fed ha insistido en que las anteriores condiciones son umbrales para replantearse el tono de la política monetaria, pero no implican una acción inmediata (no son desencadenantes o *triggers*). De hecho, la Fed ha dejado claro que, si la tasa de paro alcanzara el umbral del 6,5 % (condición necesaria para llevar a cabo la primera subida del tipo de interés oficial) como consecuencia, principalmente, de una reducción en la tasa de participación y no del aumento de la tasa de empleo, ese umbral podría ser revisado a la baja [English *et al.* (2013)]. En esta línea, en la

EVOLUCIÓN DE LOS ANUNCIOS DE FORWARD GUIDANCE



Anuncios de los bancos centrales

Banco Central	Tipo de <i>forward guidance</i>	Fecha de decisión	Gráf.	Anuncio
Banco de Japón	Contingente	Abril de 1999	-	«Hasta el fin de la deflación»
	Contingente	Febrero de 2012	A	«Hasta que la estabilidad de precios esté a la vista, con un objetivo del 1 % de inflación»
Reserva Federal de Estados Unidos	Indefinido	Agosto de 2003	-	«Durante un tiempo considerable»
	Indefinido	Diciembre de 2008	C	«Durante algún tiempo»
	Indefinido	Marzo de 2009	D	«Por un período prolongado»
	Período determinado	Agosto de 2011	E	«Al menos, hasta mediados de 2013»
	Período determinado	Enero de 2012	F	«Al menos, hasta finales de 2014»
	Período determinado	Septiembre de 2012	G	«Al menos, hasta mediados de 2015»
	Contingente	Diciembre de 2012	H	«Mientras la tasa de desempleo se mantenga por encima del 6,5 %, la previsión de inflación en un horizonte de entre uno y dos años no supere el 2,5 % y las expectativas de largo plazo de inflación continúen bien ancladas»
Banco de Inglaterra	Contingente	Agosto de 2013	I	«Al menos, hasta que la tasa de desempleo caiga al 7 %, sujeto a tres <i>knockouts</i> relacionados con la inflación y la estabilidad financiera»
Banco Central Europeo	Indefinido	Julio de 2013	J	«Por un período prolongado de tiempo»
Banco de Canadá	Período determinado	Abril de 2009	K	«Hasta el segundo trimestre de 2010, condicionado a las perspectivas de inflación»
Banco de Suecia	Período determinado	Abril de 2009	L	«Hasta principios de 2011»

FUENTE: Banco de España, a partir de datos de los bancos centrales.

NOTA: Contingente: condicionado a variables económicas.

	Banco de Inglaterra	Reserva Federal	Banco Central Europeo	Banco de Japón
Fecha	Agosto de 2013	Diciembre de 2012	Julio de 2013	Abril de 2013
Umbral	Variable económica: tasa de desempleo: 7 %	Variable económica: tasa de desempleo: 6,5 %	No hay (se mantendrá el estímulo monetario por un período prolongado de tiempo)	No hay (durante el tiempo necesario para lograr mantener el objetivo de inflación de forma estable)
Condicionabilidad	Fuerte: tres <i>knockouts</i> , relativos a inflación y estabilidad financiera	Fuerte: previsiones y expectativas de inflación	Débil: previsión de inflación, debilidad de la economía real y de la dinámica monetaria	Débil: que la inflación se mantenga en el 2 %
Instrumentos condicionados	Tipo de interés + compras de activos	Tipo de interés	Tipo de interés	Base monetaria
Previsión de alcance del umbral	Mediados de 2016	Mediados de 2015	No aplica	El objetivo de inflación se espera conseguir en unos dos años

FUENTE: Banco de España, a partir de datos de los bancos centrales.

reunión de diciembre de 2013, coincidiendo con el anuncio del inicio del *tapering*, la Fed decidió reforzar cualitativamente la *forward guidance* al afirmar que espera que los tipos actuales se mantengan más allá de que la tasa de paro alcance el 6,5 %, especialmente si la inflación sigue por debajo del objetivo. Actualmente, la Fed espera que la tasa de desempleo caiga por debajo del 6,5 % a finales de 2014, aunque, dadas la incertidumbre sobre la evolución del empleo y la posibilidad de que la tasa de participación se haya reducido por factores estructurales, este umbral podría alcanzarse antes de esa fecha. En cuanto a la inflación, las proyecciones no contemplan una tasa superior al 2,5 % en el horizonte de previsión, que llega hasta 2016.

Por otra parte, hay que destacar que la Fed también ha dado ciertas indicaciones sobre el futuro de su programa de compras de activos (QE3), que venía ligando a una mejora palpable del mercado laboral. En la rueda de prensa posterior a la reunión del FOMC de junio de 2013, Bernanke adelantó que, si la economía seguía mejorando según lo previsto, comenzarían a moderar gradualmente las compras de activos en los meses siguientes (el denominado *tapering*), de forma que las compras finalizarían hacia mediados de 2014, cuando la tasa de paro se situase alrededor del 7 %<sup>9</sup>. Esta comunicación provocó una brusca e inesperada reacción de los mercados financieros —no solo estadounidenses, sino a escala global—, que situaron el inicio del *tapering* en septiembre y adelantaron la fecha esperada para el comienzo de las subidas de tipos oficiales; se elevaron los tipos de interés para los instrumentos de renta fija en distintas economías desarrolladas y se produjo una fuerte corrección en los mercados emergentes. En los meses siguientes, la Fed se esforzó por transmitir a los mercados la idea de separación entre el *tapering* y el proceso de subidas de los tipos de interés oficiales, sugiriendo que el inicio del primero no llevaba necesariamente aparejada una cercana subida de tipos. Tras el verano, ante unos datos mediocres del mercado laboral y la perspectiva de un conflicto fiscal en octubre, la Fed mantuvo los estímulos monetarios. Los mercados retrasaron su previsión de inicio del *tapering* y sus expectativas de subida de tipos, y se recuperaron parcialmente de las caídas previas.

<sup>9</sup> Bernanke (2013).



En agosto de 2013, el Banco de Inglaterra incluyó en su *Inflation Report* el esperado anuncio de la introducción de una política de *forward guidance*<sup>10</sup>, promovida por el nuevo gobernador, Mark Carney, que ya la había utilizado cuando estaba al frente del Banco de Canadá. Así, el Comité de Política Monetaria (MPC, por sus siglas en inglés) del Banco de Inglaterra anunció su intención de no subir el tipo de interés ni reducir la cuantía del programa de compra de activos (APF, por sus siglas en inglés) al menos hasta que la tasa de desempleo baje del umbral del 7 % (*threshold*), siempre que no se dé alguna de las siguientes salvedades (denominadas *knockouts*, en vez de *triggers*, en este caso):

- Que la previsión de inflación de los siguientes 18 a 24 meses sea mayor o igual a 2,5 % (desviación del objetivo de +0,5 pp).
- Que las expectativas de inflación en el medio plazo no se mantengan bien ancladas.
- Que el Comité de Política Financiera (FPC, por sus siglas en inglés) considere que esas medidas de política monetaria suponen una amenaza significativa a la estabilidad financiera que no pueda contrarrestarse mediante los instrumentos macroprudenciales habituales<sup>11</sup>.

Al igual que la Fed, el Banco de Inglaterra también señala que el hecho de que se produzca algún *knockout* o se alcance el umbral de desempleo no implica un aumento inmediato del tipo de interés o una venta de activos, sino tan solo que el MPC reconsideraría su política monetaria. A diferencia del caso de Estados Unidos, la *forward guidance* del Banco de Inglaterra incluye también las compras de activos. Por otra parte, uno de los condicionantes es que no se ponga en riesgo la estabilidad financiera, lo que refleja, probablemente, el mayor peso de este objetivo en las atribuciones actuales del Banco de Inglaterra. Otra diferencia sustancial con la situación en Estados Unidos es que la inflación en el Reino Unido ha venido superando ampliamente el objetivo del 2 %, razón por la cual se ha puesto mucho énfasis en los *knockouts*, en particular en los de inflación. La tasa de paro del Reino Unido se sitúa actualmente en el 7,6 % y, según la previsión del *Inflation Report* de agosto (cuando se inició la *forward guidance*), el Banco de Inglaterra esperaba que se situase por debajo del 7 % a mediados de 2016. En cuanto a las perspectivas de inflación, la probabilidad asignada a que se situara por encima del 2,5 % en los próximos 18 a 24 meses era inferior al 50 %.

También en este caso, los mercados reaccionaron de forma inesperada al anuncio de *forward guidance* del Banco de Inglaterra, adelantando bastante las expectativas de subida de tipos oficiales, lo que podría reflejar que esperaban que la tasa de paro se situara por debajo del 7 % antes de la fecha prevista por el Banco de Inglaterra<sup>12</sup> o que se superase el *knockout* de inflación. Ante esta respuesta de los mercados, varios miembros del MPC<sup>13</sup> han tratado de clarificar los objetivos de la *forward guidance* y el propio gobernador ha insistido en repetidas ocasiones en que la *forward guidance* del Banco de Inglaterra

10 Banco de Inglaterra (2013a).

11 Es decir, por las actuaciones del propio FPC, de la Financial Conduct Authority (FCA) y de la Prudential Regulation Authority (PRA).

12 En el caso de la *forward guidance* británica, el momento de alcanzar la tasa de paro señalada es muy dependiente de cómo evolucione la productividad, que tras la crisis ha tenido un comportamiento sorprendentemente débil. El Banco de Inglaterra espera que repunte de sus niveles actuales, de manera que la tasa de paro tardaría en reducirse más de lo que estima el mercado.

13 Véanse, por ejemplo, Bean (2013) y Dale y Talbot (2013).

se basa en condiciones económicas y no en un calendario específico, remarcando que las decisiones del MPC se regirán por la evolución de la economía, que en los últimos meses ha sorprendido al alza. Finalmente, en el *Inflation Report* de noviembre [Banco de Inglaterra (2013b)] el MPC ha mejorado sustancialmente sus expectativas económicas, que ahora descuentan que la tasa de paro se reduzca por debajo del 7 % en la segunda mitad de 2015, un año antes que en su anterior previsión. También ha disminuido la probabilidad asignada a que la inflación se sitúe por encima del 2,5 % en los próximos 18 a 24 meses, que ahora es de menos del 40 %.

#### BANCO DE JAPÓN

El Banco de Japón es el único de los bancos centrales de las grandes economías desarrolladas que, ya antes de la crisis, había adoptado una política de orientación de las expectativas en un sentido «odiseico». Durante la primera etapa de expansión cuantitativa (*quantitative easing*), en 1999, el Banco de Japón fue pionero en el uso de la *forward guidance*, que utilizó para mantener los tipos bajos, condicionada a la salida de la deflación. A principios de 2012, se comprometió de nuevo a mantener los tipos en mínimos y a proseguir las compras de activos hasta que el objetivo de inflación, entonces del 1 %, estuviera «a la vista».

La versión actual de la *forward guidance* en Japón se encuadra en el contexto del paquete de políticas económicas del primer ministro Abe, que pretende terminar con el estancamiento de la economía, luchar contra la deflación y estimular el crecimiento. En enero de 2013, el Banco de Japón aumentó el objetivo de inflación al 2 %, y anunció que se llevaría a cabo una «política monetaria agresiva», mediante una política de tipos de interés «virtualmente cero» y compras de activos financieros durante el tiempo que considerase apropiado para lograrlo. El último cambio tuvo lugar en abril de 2013 [Banco de Japón (2013)], ya bajo el mandato del nuevo gobernador, Kuroda, cuando el Banco de Japón anunció su programa de expansión cuantitativa y cualitativa (QQME), con el que se pretende doblar en el plazo de dos años la base monetaria, mediante la compra de bonos públicos a largo plazo. Este programa se prolongará durante el tiempo necesario para alcanzar y mantener de manera estable el objetivo de inflación del 2 %. Por lo tanto, la política de comunicación actual del Banco de Japón refleja un compromiso más fuerte que las estrategias utilizadas con anterioridad<sup>14</sup>.

En este sentido, la *forward guidance* del Banco de Japón puede entenderse como un caso especial del tipo contingente, pues se liga al logro de un objetivo de inflación, pero sin hacer referencia a otras variables, como la tasa de paro o el crecimiento económico, y con un horizonte temporal un tanto ambiguo (se pretende doblar la base monetaria en dos años, pero se anuncia que el programa expansivo se mantendrá durante el tiempo que sea necesario para alcanzar el objetivo de inflación de manera estable). El diseño de la *forward guidance* japonesa también difiere del adoptado por los bancos centrales de otras economías avanzadas, al no involucrar al tipo de interés oficial, sino a la base monetaria, que lo ha sustituido como instrumento principal de la política monetaria. Otros aspectos que explican que la política de orientación del Banco de Japón sea tan diferente de la de Estados Unidos o la del Reino Unido son la necesidad de superar la deflación, por lo que el riesgo de inflación no constituye una restricción, o el papel del mercado laboral, pues en Japón la tasa de desempleo no actúa como variable condicional en su *forward guidance*.

#### La efectividad y los desafíos de las políticas de *forward guidance*

En principio, las políticas de *forward guidance* pueden transmitirse a la economía a través de tres canales principales:

<sup>14</sup> Shirai (2013).

- 1) Curva de tipos de interés: el anuncio de la senda esperada de tipos oficiales influirá en los tipos de interés a largo plazo, que son más relevantes para las condiciones de financiación de los agentes. La efectividad de este canal se fundamenta en el hecho de que, de acuerdo con la teoría de la estructura temporal de los tipos de interés, los tipos a largo plazo reflejan las expectativas de la senda de tipos de interés a corto plazo. Además, las condiciones financieras más generales, como el factor de descuento, dependen también de los tipos de interés a corto y a largo plazo.
- 2) Reducción de la incertidumbre: en la medida en que la *forward guidance* reduce la incertidumbre sobre las decisiones de la política monetaria en el futuro, puede reducir la prima por plazo, la volatilidad y las primas de riesgo.
- 3) Reducción de los tipos de interés reales en el entorno del límite cero de tipos oficiales: el anuncio de un tono acomodaticio durante un período prolongado permite incrementar el estímulo monetario cuando los tipos de interés oficiales están en el límite cero, al reducir los tipos de interés reales en el momento actual (vía menores tipos nominales y mayores expectativas de inflación). Este efecto opera de forma más potente, al menos teóricamente, si los agentes perciben un cambio en la función de reacción del banco central, y no interpretan ese anuncio como indicativo de unas peores perspectivas económicas, pues ello permitiría generar unas expectativas más optimistas e incrementar el gasto en el momento presente [Woodford (2012, 2013), English *et al.* (2013)]<sup>15</sup>. Por ello, algunos autores consideran que la *forward guidance* estaría siendo más efectiva en la actualidad si mostrase la senda de tipos de interés más allá de la primera subida de tipos [English *et al.* (2013), Woodford (2013), Barwell y Chadha (2013)]<sup>16</sup>. Sin embargo, otros consideran que ese tipo de estrategias serían inconsistentes en el tiempo, lo que sería descontado por los agentes, haciendo inefectiva esa política y pudiendo generar mayor incertidumbre y efectos adversos [Trichet (2013)].

La efectividad de la política de *forward guidance* depende, en todo caso, de que se dé una serie de premisas. En primer lugar, que el público interprete correctamente el mensaje del banco central y no se genere confusión. Esta condición requiere que el banco central encuentre un equilibrio entre transparencia y claridad, ya que tanto una escasez de información como un exceso de detalles técnicos podrían confundir a los agentes y llevar a una malinterpretación del mensaje. Como se ha mencionado, el anuncio de un plazo más prolongado con tipos bajos puede ser interpretado como un deterioro de las perspectivas económicas del banco central y ocasionar un cambio en el sentimiento del mercado y un aumento de las primas de riesgo. Condicionar la *forward guidance* a la evolución económica mediante el uso de umbrales es una forma de solventar ese problema, aunque no está exenta de dificultades [Woodford (2013)]. Por ejemplo, una condicionalidad demasiado compleja puede estar sujeta a problemas de interpretación y generar confusión.

15 Estos autores analizan los posibles beneficios de reducir el umbral de la tasa de paro en el caso de la *forward guidance* de la Fed, lo que permitiría acercarse a la senda óptima de tipos, siempre que el compromiso fuese creíble por los agentes. No obstante, los propios autores reconocen que esos resultados son poco robustos, dependientes del modelo usado, y con un grado de complejidad que implica importantes desafíos en términos de comunicación y riesgos de credibilidad. Véase, también, Yellen (2012a).

16 Alguno de estos autores, como Woodford, defiende la idoneidad de un esquema de objetivos del PIB nominal como estrategia monetaria óptima, si bien otros destacan las dificultades en términos de comunicación y comprensión que generaría un cambio de este tipo [English *et al.* (2013)]. El análisis de las ventajas e inconvenientes de estas alternativas queda fuera del alcance de este artículo.

Un segundo requerimiento para que la política de *forward guidance* tenga efecto sobre las condiciones financieras es que el anuncio sea creíble por el público. En ese sentido, existe un riesgo de que se perciba una inconsistencia temporal en el compromiso del banco central, en el sentido de que en el futuro podría retractarse y modificar el tono de la política monetaria en función de los intereses en ese momento. En ese caso, los efectos pretendidos con la *forward guidance* se diluirían, pues los agentes ajustarían sus expectativas tomando en consideración esa posibilidad. Por ello, el banco central debe ser capaz de convencer a los agentes económicos de que mantendrá su compromiso. Esto se logrará más fácilmente si el público comparte la valoración del banco central sobre la evolución económica futura y la respuesta de la política monetaria ante esas condiciones<sup>17</sup>. La formulación de la *forward guidance* en términos condicionales y tratando de respetar el mandato y los objetivos del banco central también debería limitar los riesgos de credibilidad [Trichet (2013)]. En todo caso, cuanto más hacia el futuro se extiende la *forward guidance*, tales riesgos se incrementan<sup>18</sup>.

La evaluación de la política de *forward guidance* se complica por la dificultad de separar los múltiples factores que pueden afectar tanto a las expectativas de los agentes como a las condiciones financieras, y en particular a los tipos de interés de largo plazo. Una dificultad añadida es que su aplicación ha coincidido con otros elementos de política monetaria no convencional, como las compras de activos. Además, las modalidades más recientes aún llevan poco tiempo en vigor, por lo que una evaluación completa es prematura.

Por estos motivos, la evidencia empírica no muestra un consenso claro sobre la efectividad de estas políticas, aunque, en general, se acepta que la comunicación del banco central tiene influencia por sí misma sobre las expectativas de los agentes, más allá de su impacto sobre los movimientos de tipos de interés<sup>19</sup>. La evidencia existente sobre los efectos de la *forward guidance* de tipo indefinido no es clara, mientras que la definida para períodos determinados parece tener un impacto más fuerte en los mercados [Banco de Inglaterra (2013a), Woodford (2013)]. El análisis de la reacción de los mercados el día del anuncio de las medidas de *forward guidance* trata de aislar su impacto del de otros factores y parece confirmar estos resultados (véase cuadro 2). No obstante, hay que tomar esta evidencia con cautela, pues, además del impacto de otros factores no controlados, habría que tener en cuenta posibles efectos anticipatorios o, a la inversa, una posible respuesta retardada de los mercados.

Otros autores han propuesto valorar la efectividad de la política de *forward guidance* comprobando si se han producido modificaciones en las expectativas de los agentes sobre la función de reacción del banco central, lo que indicaría que esas medidas no se han interpretado simplemente como unas peores perspectivas económicas [Femia *et al.* (2013)]. Como se aprecia en el panel izquierdo del gráfico 2, con datos de la encuesta de *dealers* del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, parece evidente que los anuncios de *forward guidance* de la Fed con referencia temporal hicieron que los mercados revisaran a la baja sus expectativas de inflación y desempleo en el momento de la primera subida

17 No obstante, hay quienes creen, como Buitert (2013), que la *forward guidance* es más efectiva si el hecho de no respetar en el futuro el compromiso adquirido en el presente conlleva costes para el banco central (*skin in the game*).

18 Entre otras razones, como se describe más adelante, porque resulta crecientemente difícil comprometer a plazos cada vez más dilatados las decisiones de los miembros futuros de los órganos de decisión de las autoridades monetarias.

19 Véanse, por ejemplo, Bernanke *et al.* (2004), Gürkaynak *et al.* (2005), Campbell *et al.* (2012) o Raskin (2013).

	Tipos de <i>forward guidance</i>						
	Cualitativo	Calendario			Condicionado a variables económicas		
	BCE 4.7.2013	Fed 9.8.2011	Fed 25.1.2012	Fed 13.9.2012	Fed 12.12.2012	BdJ 4.4.2013	Bdl 7.8.2013
<b>Bono del Tesoro (a)</b>							
A dos años	-6	-7	-1	-1	0	0	1
A diez años	-3	-16	-6	-1	5	-11	0
<b>Volatilidad (VIX) (a)</b>							
VIX	0,0	-12,9	-0,6	-1,8	0,4	-0,3	0,3
<b>Índice bursátil (b)</b>							
S&P 500	0,0 %	4,7 %	0,9 %	1,6 %	0,0 %	0,4 %	-0,4 %
EUROSTOXX	2,9 %	0,3 %	-0,5 %	-0,8 %	0,2 %	-0,7 %	0,1 %
FTSE	3,1 %	1,9 %	-0,5 %	0,7 %	0,4 %	-1,2 %	-1,4 %
NIKKEI	-0,3 %	-1,7 %	1,1 %	0,4 %	0,6 %	2,2 %	-4,0 %
MSCI - Global	0,6 %	2,1 %	0,5 %	0,9 %	0,2 %	-0,3 %	-0,6 %
<b>Tipos de cambio (b) (c)</b>							
Dólar-euro	0,2 %	0,3 %	-0,5 %	0,1 %	0,4 %	-0,1 %	0,2 %
Yen-dólar	0,0 %	-0,6 %	0,1 %	-0,3 %	0,7 %	3,5 %	-1,1 %
Libra -dólar	1,4 %	0,0 %	-0,3 %	-0,3 %	-0,2 %	-0,7 %	-0,9 %

FUENTES: Bloomberg y Datastream.

a Cambio diario, en puntos básicos.

b Variación porcentual diaria.

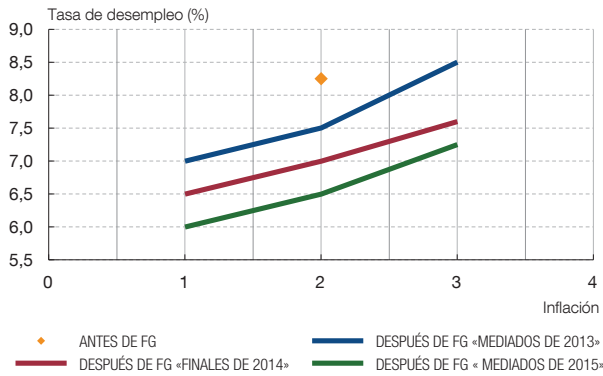
c El signo negativo indica depreciación de la segunda moneda.

de tipos oficiales, lo que sería indicativo de un cambio en la percepción sobre la función de reacción del banco central. Esta interpretación es coherente con las previsiones de los miembros del FOMC para los tipos oficiales, que muestran una discrepancia con la que sería una función de reacción habitual, aproximada por una regla de Taylor formulada con las previsiones de inflación y actividad del FOMC (véase el panel derecho del gráfico 2).

En cambio, no existe aún literatura que analice el efecto sobre los mercados de la *forward guidance* condicionada adoptada por la Fed o el Banco de Inglaterra más recientemente. La respuesta de los mercados no fue la esperada por esos bancos centrales, puesto que adelantaron en ambos casos el endurecimiento esperado de los tipos de interés oficiales (véase gráfico 3); algo parecido sucedió con el anuncio de una posible reducción de las compras de activos por parte de la Fed. Como se ha comentado, los motivos por los cuales los mercados reaccionaron de manera inesperada pueden tener que ver con unas expectativas sobre la evolución de las condiciones económicas diferentes a las del banco central, en el caso del Banco de Inglaterra, o, en el caso de la Fed, porque los mercados interpretaron inicialmente el anuncio del *tapering* como indicio de un tono menos expansivo de la política monetaria, lo que les llevó a actualizar sus expectativas de subidas de tipos sin que se hubiera modificado la *forward guidance*, lo que muestra las dificultades en términos de comunicación de este tipo de medidas de orientación, especialmente cuando se inicia un giro en el tono de la política monetaria.

La reacción de los mercados ante el posible inicio del *tapering* resalta las interacciones entre la política de *forward guidance* y los programas de compra de activos. En la medida en que estos programas funcionan a través de un mecanismo de señalización, ambas medidas podrían ser sustitutivas, en cuyo caso podría lograrse un efecto similar mediante

A ESCENARIOS DE INFLACIÓN Y TASA DE PARO EN EL MOMENTO DE LA PRIMERA SUBIDA DE TIPOS OFICIALES (ENCUESTA DEALERS FED NY) (a)



B PREVISIONES DE TIPOS DEL FOMC Y REGLA DE TAYLOR ESTIMADA (b)

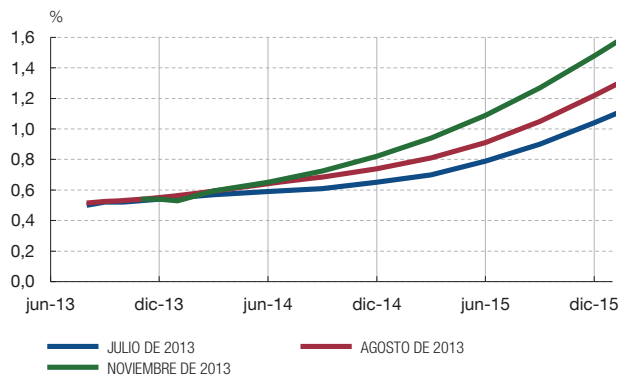


FUENTES: Panel A: Femia *et al.* (2013). Datos de Survey of Primary Dealers, septiembre de 2013. Panel B: FOMC, Datastream y cálculos propios.

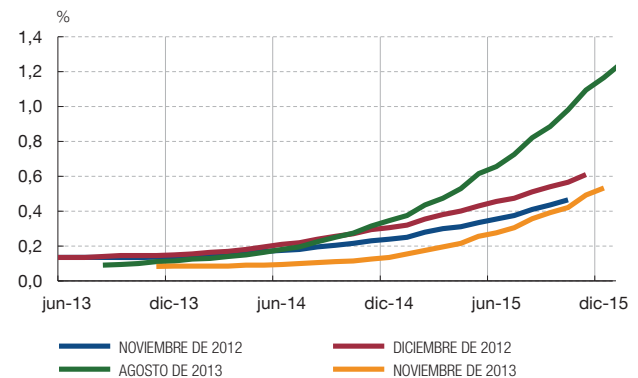
- a Datos de la encuesta de Primary Dealers de la Reserva Federal de Nueva York. Las estimaciones de la encuesta se basan en la mediana de las respuestas. La primera subida se define como una tasa objetivo de los fondos federales de 50 puntos básicos.
- b El tipo de interés oficial determinado por la regla de Taylor viene definido por la siguiente fórmula:  $i_t = r_t^* + \pi_t + a_\pi \cdot (\pi_t - \pi_t^*) + a_y \cdot (y_t - y_t^*)$ , donde  $r_t^*$  es el tipo de interés real de equilibrio;  $\pi_t^*$ , el objetivo de inflación de la Reserva Federal;  $\pi_t$ , la inflación medida de acuerdo con el deflactor del consumo personal;  $y_t$ , el PIB en términos reales;  $y_t^*$ , el PIB potencial de acuerdo con los cálculos de la Congressional Budget Office —la brecha de producción se calcula como porcentaje del producto potencial—. Los valores utilizados para la ecuación son los siguientes:  $r_t^* = 2\%$ ;  $\pi_t^* = 2\%$ ;  $a_\pi = 0,5$ ;  $a_y = 0,5$ . Para  $\pi_t$  e  $y_t$  se utiliza el promedio del intervalo de las previsiones del FOMC de la Reserva Federal (septiembre de 2013). La previsión del tipo de interés de los fondos federales es la mediana de las previsiones del FOMC, septiembre de 2013.

EXPECTATIVAS DE TIPOS OFICIALES TRAS FORWARD GUIDANCE CONDICIONADO DE LA FED Y EL BANCO DE INGLATERRA, Y EFECTO DEL ANUNCIO DE TAPERING

REINO UNIDO: CURVAS DE FUTUROS SOBRE EL TIPO DE INTERÉS INTERBANCARIO A TRES MESES



ESTADOS UNIDOS. CURVAS DE FUTUROS SOBRE EL TIPO DE INTERÉS DE LOS FONDOS FEDERALES



FUENTE: Datastream.

los anuncios de *forward guidance* y los cambios en el balance del banco central. Sin embargo, en general se considera que la compra de activos tiene efectos también a través de la recomposición de las carteras, por lo que podría ser más efectiva influyendo en la prima de plazo, en cuyo caso sería complementaria de la *forward guidance*. Aunque aún es pronto para obtener conclusiones firmes sobre esta cuestión, la evidencia empírica parece indicar que, en un entorno de tipos de interés cercanos a cero, la *forward guidance* es efectiva en la orientación de las previsiones de los mercados (sobre todo, en el corto plazo<sup>20</sup>), lo que apuntaría a la complementariedad de ambos tipos de medidas.

20 Véanse, por ejemplo, Kool y Thornton (2012) o Moessner y Nelson (2008).

Por otra parte, es preciso tener en cuenta que las políticas de *forward guidance* llevan aparejados desafíos importantes. En primer lugar, los bancos centrales deben elegir en qué medida quieren comunicar compromisos fuertes y, al mismo tiempo, no atarse las manos en exceso, es decir, sin limitar su capacidad de modificar su política en el futuro si cambian las circunstancias. La evidencia empírica sugiere que, cuanto más fuerte es el compromiso, mayor es el impacto en las expectativas del mercado y en las decisiones económicas, pero también es mayor el riesgo que corre la autoridad monetaria en términos de pérdida de credibilidad. Los bancos centrales han intentado solventar este dilema paulatinamente, enfatizando la diferencia entre condicionalidad y compromiso; y la tendencia hacia una *forward guidance* condicionada a variables económicas busca compromisos más creíbles que permitan salvaguardar la credibilidad. Sin embargo, la experiencia reciente muestra que no siempre es fácil transmitir esos matices, y los retos en términos de comunicación son muy notables. Adicionalmente, en caso de que el compromiso adquirido se desvíe de lo que cabría esperar respecto de una función de reacción normal, en el largo plazo se genera un desafío adicional: reconducir la senda de tipos a esa regla habitual, normalizando la política monetaria.

Un segundo desafío que puede presentar la *forward guidance* es la dificultad en la toma de decisiones de los bancos centrales, especialmente en aquellos en los que se toman de forma colegiada dentro de comités. Las diferencias entre los miembros del comité pueden retrasar el consenso y generar incertidumbre respecto a la duración de un compromiso concreto. Por otra parte, es difícil determinar en qué medida esas discrepancias deberían recogerse en las actas de las reuniones, dado que podrían dar lugar a confusiones y mayor incertidumbre en los mercados. Esta, a su vez, aumentaría si los propios miembros del comité hacen públicas sus disensiones. Por último, el hecho de que los miembros de los comités se renueven periódicamente plantea límites a los compromisos futuros que impliquen a nuevos miembros del comité<sup>21</sup>.

Un tercer reto al que se enfrentan los bancos centrales al utilizar la *forward guidance* es el riesgo para su credibilidad que supone la eventual desviación de la senda realmente seguida por los tipos de interés respecto de la esperada. Este tipo de desviaciones no parecen haber tenido consecuencias graves en las experiencias de países como Suecia o Noruega, que aplicaban una *forward guidance* de tipo «délfico». En parte, esto se puede explicar porque los errores de previsión del banco central no han sido mayores que los del mercado y por su elevada credibilidad antiinflacionista. Los riesgos de desviación pueden ser más relevantes en el caso de compromisos «odiseicos» que traten de proporcionar un estímulo adicional a la economía: la inconsistencia temporal en este caso puede conllevar pérdida de credibilidad ante los mercados o sembrar la duda de que el banco central no está cumpliendo su mandato; por otra parte, la revisión de los compromisos también puede generar incertidumbre y problemas de credibilidad, especialmente si las revisiones son muy frecuentes o sustanciales.

Por último, como otras medidas de política monetaria, el uso de la *forward guidance* tampoco está exento de potenciales efectos sobre otras economías (*spillovers*), tal como se aprecia al analizar el impacto cruzado sobre los mercados financieros de otros países (véase cuadro 2) o como se puso de manifiesto con la experiencia del anuncio del *tapering* por parte de la Fed. Este tipo de problemas queda fuera del análisis de este artículo, pero puede ser relevante para la economía mundial.

---

21 Véanse, por ejemplo, Bean (2013) o Goodhart (2013).



## Conclusiones

El uso creciente de estrategias de *forward guidance* entre los principales bancos centrales es un reflejo de los profundos cambios que se han producido en el marco de actuación de las autoridades monetarias a partir de la crisis financiera, así como de cierta convergencia conceptual entre los bancos centrales, no solo en términos de los instrumentos de política monetaria convencional y no convencional utilizados (incluyendo la *forward guidance*), sino también en comunicación, supervisión bancaria y política macroprudencial [Trichet (2013)].

Tras la crisis, las primeras medidas no convencionales se orientaron al mantenimiento de la estabilidad financiera y a impulsar la recuperación. Las limitaciones que afectaban a otras políticas (como la fiscal) y a las propias medidas convencionales de la política monetaria, al haberse alcanzado el límite cero de tipos de interés, llevaron a un mayor activismo en el uso de medidas no convencionales (fundamentalmente, las compras de activos). Las políticas de *forward guidance* responden a una necesidad de seguir dotando de mayor efectividad a la política monetaria en un momento en el que surgen dudas sobre el balance de beneficios y costes marginales de las políticas no convencionales de balance de los bancos centrales, y sobre los riesgos de estas.

El poco tiempo transcurrido desde la introducción de las políticas de *forward guidance* por parte de los principales bancos centrales, la complejidad del análisis de su impacto y los cambios en la tipología de *forward guidance* aplicada hacen que su efectividad no pueda valorarse adecuadamente, aunque la evidencia que se va acumulando, en general, tiende a ser favorable. En cualquier caso, a pesar de que en la búsqueda de una mayor efectividad dicha tipología se ha ido refinando, se siguen produciendo problemas de interpretación y reacciones inesperadas de los mercados financieros, lo que resalta los desafíos en términos de comunicación de estas políticas y los riesgos de credibilidad que pueden acarrear para los bancos centrales.

Finalmente, una cuestión relevante de cara al futuro es en qué medida este tipo de políticas va a desempeñar un papel relevante en el proceso de retirada de los estímulos monetarios. La experiencia de la Fed, con el anuncio de una posible reducción de las compras de activos y la reacción que produjo en los mercados internacionales, es una muestra de las dificultades que puede entrañar este proceso de salida. En general, cabe pensar que la *forward guidance* debería ser una pieza clave en la comunicación de la retirada de los estímulos, a medida que la economía se vaya recuperando, como forma de dirigir las expectativas de los agentes. Sin embargo, más allá del proceso de salida, cuando se retorne a una situación de normalidad, habrá que valorar si este tipo de políticas pasará a formar parte del paquete de instrumentos de la política monetaria, al menos en sus formas más sofisticadas y condicionadas a valores numéricos de variables económicas.

16.12.2013.

## BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE INGLATERRA (2013a). *Monetary policy trade-offs and forward guidance*, 7 de agosto.  
— (2013b). *Inflation Report*, noviembre.
- BANCO DE JAPÓN (2013). *Introduction of the 'Quantitative and Qualitative Monetary Easing'*, 4 de abril.
- BARWELL, R., y J. S. CHADHA (2013). «Complete Forward Guidance», en W. den Haan (ed.), *Forward guidance: Perspectives from central bankers, scholars and market participants*, a voxEU.org eBook, CEPR.
- BCE (2013). *Introductory Statement to the Press Conference*, 4 de julio.
- BEAN, C. (2013). «Global aspects of unconventional monetary policies», presentado en el Simposio Económico de Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- BERNANKE, B., V. R. REINHART y B. SACK (2004). «Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment», *Brookings Papers on Economic Activity*, 35 (2).

- BERNANKE, B. (2013). *Transcript of Chairman Bernanke's Press Conference*, 19 de junio.
- BUITER, W. (2013). «Forward guidance: More than old wine in new bottles and cheap talk», *Global Economics View*, Citi Research Economics.
- CAMPBELL, J. (2013). «Odyssean forward guidance in monetary policy: A primer», en W. den Haan (ed.), *Forward guidance: Perspectives from central bankers, scholars and market participants*, a voxEU.org eBook, CEPR.
- CAMPBELL, J., C. EVANS, J. FISHER y A. JUSTINIANO (2012). «Macroeconomics effects of Federal Reserve forward guidance», *Brookings Papers on Economic Activity*, primavera, n.º 1.
- COEURÉ, B. (2013). «The usefulness of forward guidance», discurso pronunciado en Money Marketeers Club of New York, Nueva York, 26 de septiembre.
- DALE, S., y J. TALBOT (2013). «Forward Guidance in the UK», en W. den Haan (ed.), *Forward guidance: Perspectives from central bankers, scholars and market participants*, a voxEU.org eBook, CEPR.
- DEN HAAN, W. (ed.) (2013). *Forward guidance: Perspectives from central bankers, scholars and market participants*, a voxEU.org eBook, CEPR.
- EGGERTSSON, G. B., y M. WOODFORD (2003). «The zero bound on interest rates and optimal monetary policy», *Brookings Papers on Economic Activity*, 34 (1).
- ENGLISH, W., J. D. LÓPEZ-SALIDO y R. J. TETLOW (2013). *The Federal Reserve's framework for monetary policy – recent changes and new questions*, Finance and Economics Discussion Series n.º 2013-76, Federal Reserve Board.
- FEMIA, K., S. FRIEDMAN y B. SACK (2013). *The effects of policy guidance on perceptions of the Fed's reaction function*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports n.º 652, noviembre.
- GOODHART, C. (2013). «Debating the Merits of Forward Guidance», en W. den Haan (ed.), *Forward guidance: Perspectives from central bankers, scholars and market participants*, a voxEU.org eBook, CEPR.
- GÜRKAYNAK, R. S., B. SACK y E. SWANSON (2005). «Do actions speak louder than words? The response of asset prices to monetary policy actions and statements», *International Journal of Central Banking*, vol. 1 (1).
- KOOL, C., y D. THORNTON (2012). *How effective is central bank forward guidance?*, Federal Reserve of St. Louis Working Paper n.º 2012-63A.
- KRUGMAN, P. (1998). «It's baaaack! Japan's slump and the return of the liquidity trap», *Brookings Papers on Economic Activity*, n.º 2.
- MOESSNER, R., y W. R. NELSON (2008). «Central Bank Policy Rate Guidance and Financial Market Functioning», *International Journal of Central Banking*, diciembre.
- PRAET, P. (2013). «Forward guidance and the ECB», en W. den Haan (ed.), *Forward guidance: Perspectives from central bankers, scholars and market participants*, a voxEU.org eBook, CEPR.
- RASKIN, M. (2013). *The effects of the Federal Reserve's date-based forward guidance*, Finance and Economics Discussion Series n.º 2013-37, Federal Reserve Board.
- REIFSCHNEIDER, D., W. L. WASCHER y D. WILCOX (2013). *Aggregate Supply in the United States: Recent Developments and Implications for the Conduct of Monetary Policy*, Finance and Economics Discussion Series n.º 2013-77, Federal Reserve Board.
- SHIRAI, S. (2013). «Monetary policy and forward guidance in Japan», discurso pronunciado en la conferencia del Fondo Monetario Internacional y el Board of Governors de la Reserva Federal, Washington, 24 de septiembre.
- TRICHET, J. C. (2013). «Central banking in the crisis - Conceptual convergence and open questions on unconventional monetary policy», Per Jacobsson Lecture, 12 de octubre.
- WILLIAMS, J. C. (2013). «Forward policy guidance at the Federal Reserve», en W. den Haan (ed.), *Forward guidance: Perspectives from central bankers, scholars and market participants*, a voxEU.org eBook, CEPR.
- WOODFORD, M. (2012). «Methods of policy accommodation at the interest-rate lower bound», presentado en el Simposio Económico de Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- (2013). *Forward guidance by inflation-targeting central banks*, CEPR Discussion Paper n.º 9722.
- YELLEN, J. (2012a). «The economic outlook and monetary policy», discurso pronunciado en Nueva York, 11 de abril.
- (2012b). «Revolution and evolution in central bank communications», discurso pronunciado en la Universidad de California, Berkeley, 13 de noviembre.



## ÍNDICE

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

### PRINCIPALES MACROMAGNITUDES

- 1.1 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2008 = 100.  
Componentes de la demanda. España y zona del euro 4\*
- 1.2 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2008 = 100.  
Componentes de la demanda. España: detalle 5\*
- 1.3 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2008 = 100.  
Ramas de actividad. España 6\*
- 1.4 PIB. Deflatores implícitos. España 7\*

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

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

### DEMANDA NACIONAL Y ACTIVIDAD

- 3.1 Indicadores de consumo privado. España y zona del euro 15\*
- 3.2 Encuesta de inversiones en la industria (excepto construcción).  
España 16\*
- 3.3 Construcción. Indicadores de obras iniciadas y consumo de cemento.  
España 17\*
- 3.4 Índice de producción industrial. España y zona del euro 18\*
- 3.5 Encuesta de coyuntura industrial: industria y construcción. España y zona del euro 19\*
- 3.6 Encuesta de coyuntura industrial: utilización de la capacidad productiva.  
España y zona del euro 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 2006=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 2005=100	32*
	5.4	Índices del valor unitario del comercio exterior de España	33*
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS	6.1	Estado. Recursos y empleos según Contabilidad Nacional. España	34*
	6.2	Estado. Operaciones financieras. España <sup>1</sup>	35*
	6.3	Estado. Pasivos en circulación. España <sup>1</sup>	36*
BALANZA DE PAGOS, COMERCIO EXTERIOR Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL	7.1	Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen y detalle de la cuenta corriente <sup>1</sup> (BE)	37*
	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)	38*
	7.3	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Exportaciones y expediciones	39*
	7.4	Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Importaciones e introducciones	40*
	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	41*
	7.6	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen <sup>1</sup> (BE)	42*
	7.7	Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de inversiones <sup>1</sup> (BE)	43*
	7.8	Activos de reserva de España <sup>1</sup> (BE)	44*
	7.9	Deuda externa de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen <sup>1</sup> (BE)	45*
	MAGNITUDES FINANCIERAS	8.1	Balance del Eurosistema (A) y Balance del Banco de España (B). Préstamo neto a las entidades de crédito y sus contrapartidas (BE)
8.2		Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras y los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	47*
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)	48*
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)	49*
8.5		Financiación a los sectores no financieros, residentes en España (BE)	50*
8.6		Financiación a las sociedades no financieras, residentes en España (BE)	51*
8.7		Financiación a los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE)	52*
8.8		Financiación bruta a las Administraciones Públicas, residentes en España (BE)	53*
8.9		Crédito de entidades de crédito a otros sectores residentes. Detalle por finalidades (BE)	54*
8.10		Cuenta de resultados de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, residentes en España (BE)	55*

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

TIPOS DE INTERÉS E ÍNDICES  
DE COMPETITIVIDAD

- 8.11 Fondos de inversión en valores mobiliarios, residentes en España: detalle por vocación 56\*
- 8.12 Índices de cotización de acciones y contratación de mercados. España y zona del euro 57\*
  
- 9.1 Tipos de interés: Eurosistema y mercado de dinero. Zona del euro y segmento español (BE) 58\*
- 9.2 Tipos de interés: mercados de valores españoles a corto y a largo plazo<sup>1</sup> (BE) 59\*
- 9.3 Tipos de interés de nuevas operaciones. Entidades de crédito. (CBE 4/2002)<sup>1</sup> (BE) 60\*
- 9.4 Índices de competitividad de España frente a la UE 27 y a la zona del euro 61\*
- 9.5 Índices de competitividad de España frente a los países desarrollados y a los países industrializados 62\*

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

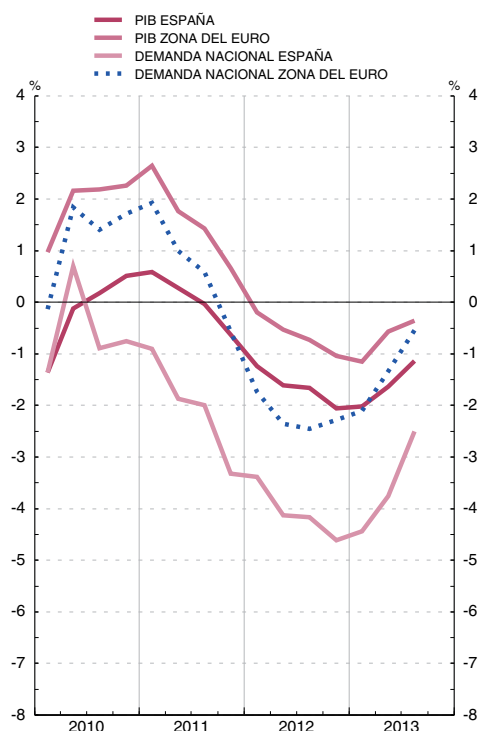
**1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2008=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)**

■ Serie representada gráficamente.

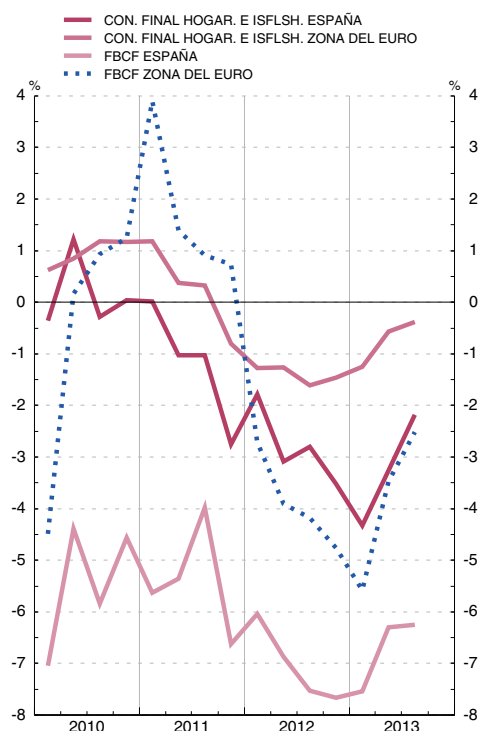
Tasas de variación interanual

		PIB		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH		Consumo final de las AAPP		Formación bruta de capital fijo		Demanda nacional		Exportaciones de bienes y servicios		Importaciones de bienes y servicios		Pro memoria: PIB pm precios corrientes (g)	
		España	Zona del euro	España	Zona del euro (c)	España	Zona del euro (d)	España	Zona del euro	España (e)	Zona del euro	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
<b>10</b>	P	-0,2	1,9	0,2	1,0	1,5	0,6	-5,5	-0,5	-0,6	1,2	11,7	11,4	9,3	9,8	1 046	9 160
<b>11</b>	P	0,1	1,6	-1,2	0,3	-0,5	-0,1	-5,4	1,7	-2,0	0,7	7,6	6,7	-0,1	4,7	1 046	9 419
<b>12</b>	P	-1,6	-0,6	-2,8	-1,4	-4,8	-0,6	-7,0	-3,9	-4,1	-2,2	2,1	2,7	-5,7	-0,8	1 029	9 484
<b>10 / IV</b>	P	0,5	2,3	0,0	1,2	-0,2	-0,2	-4,6	1,2	-0,7	1,7	14,1	12,3	8,4	11,3	262	2 315
<b>11 /</b>	P	0,6	2,6	0,0	1,2	1,8	0,1	-5,6	3,9	-0,9	1,9	12,2	10,8	5,8	9,2	262	2 343
<b>II</b>	P	0,3	1,8	-1,0	0,4	-0,7	0,0	-5,4	1,4	-1,9	1,0	7,4	6,5	-0,7	4,7	262	2 353
<b>III</b>	P	-0,0	1,4	-1,0	0,3	-2,2	-0,4	-4,0	0,9	-2,0	0,6	7,2	5,9	0,0	4,0	261	2 362
<b>IV</b>	P	-0,6	0,7	-2,8	-0,8	-0,7	-0,2	-6,6	0,7	-3,3	-0,6	4,2	3,7	-5,1	0,8	260	2 362
<b>12 /</b>	P	-1,2	-0,2	-1,8	-1,3	-4,9	-0,3	-6,0	-2,7	-3,4	-1,7	0,1	2,8	-6,9	-0,7	259	2 369
<b>II</b>	P	-1,6	-0,5	-3,1	-1,3	-4,4	-0,6	-6,9	-3,9	-4,1	-2,3	0,5	3,3	-7,7	-0,8	258	2 370
<b>III</b>	P	-1,7	-0,7	-2,8	-1,6	-4,9	-0,6	-7,5	-4,2	-4,2	-2,5	3,3	2,8	-4,6	-1,1	257	2 375
<b>IV</b>	P	-2,1	-1,0	-3,5	-1,5	-5,0	-0,7	-7,7	-4,8	-4,6	-2,3	4,4	1,9	-3,5	-0,8	255	2 370
<b>13 /</b>	P	-2,0	-1,2	-4,3	-1,2	-2,0	-0,1	-7,5	-5,6	-4,4	-2,1	3,1	0,1	-4,7	-2,0	257	2 378
<b>II</b>	P	-1,6	-0,6	-3,3	-0,6	-2,8	0,2	-6,3	-3,5	-3,8	-1,3	9,1	1,3	2,5	-0,3	255	2 393
<b>III</b>	P	-1,1	-0,4	-2,2	-0,4	0,3	0,6	-6,3	-2,5	-2,5	-0,5	4,7	0,8	0,7	0,5	255	2 397

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



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



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008) y Eurostat.

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

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

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

g. Miles de millones de euros.



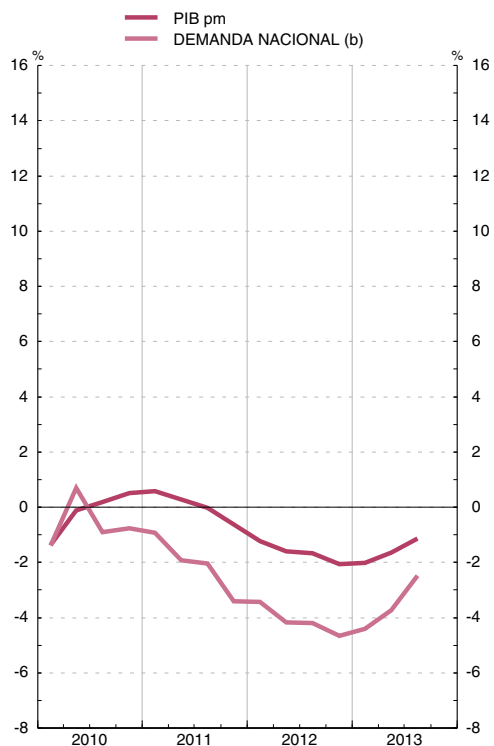
**1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2008=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)**

■ Serie representada gráficamente.

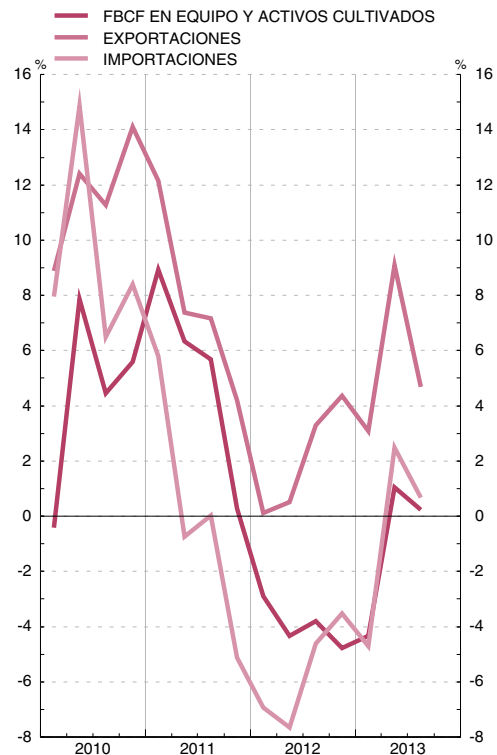
Tasas de variación interanual

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

**PIB. DEMANDA INTERNA**  
Tasas de variación interanual



**PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA**  
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008).

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

b. Aportación al crecimiento del PIB pm.

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

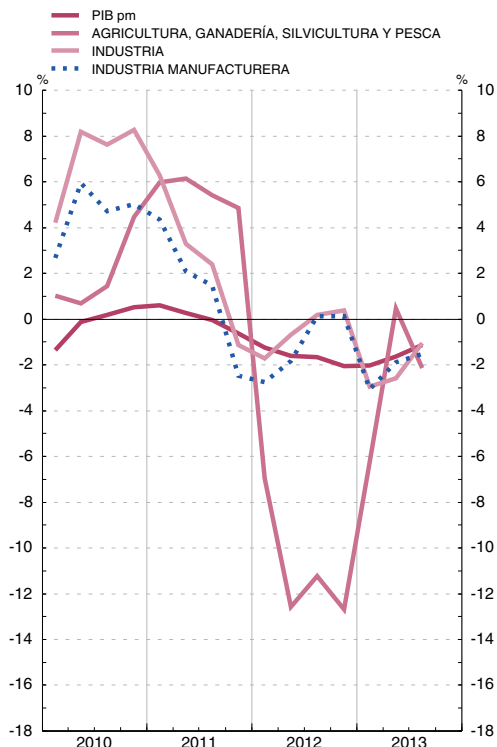
1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2008=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

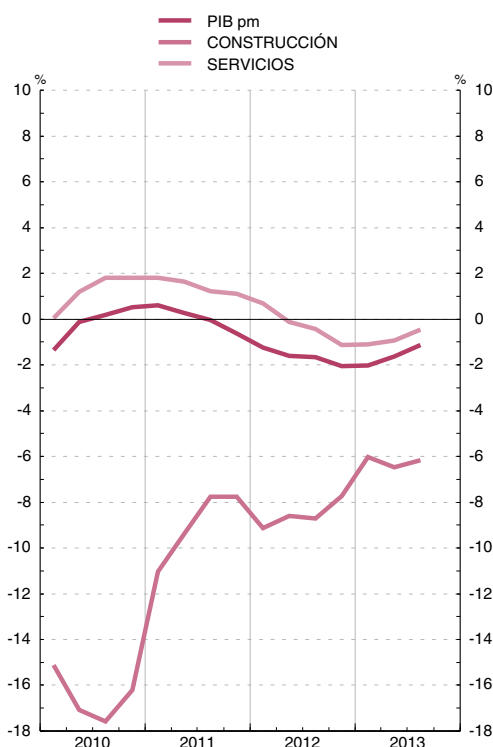
Tasas de variación interanual

		Producto interior bruto a precios de mercado	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Industria		Construcción	Servicios							Impuestos netos sobre los productos	
				Total	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 de artes, recreativas y otros servicios
					Industria manufacturera										
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
10	P	-0,2	1,9	7,1	4,6	-16,5	1,2	1,8	6,2	-3,5	-1,2	-0,3	2,4	0,3	-0,6
11	P	0,1	5,6	2,7	1,3	-9,0	1,4	1,3	0,3	-3,2	3,0	5,3	1,1	0,2	-6,1
12	A	-1,6	-10,9	-0,5	-1,1	-8,6	-0,3	0,5	0,9	-2,8	1,1	-1,9	-0,5	-1,7	-4,9
10 / IV	P	0,5	4,5	8,3	5,0	-16,2	1,8	1,8	6,5	1,7	-0,5	-0,0	3,1	-2,0	-1,1
11 /	P	0,6	6,0	6,3	4,3	-11,0	1,8	2,2	1,6	-4,0	3,0	5,1	1,6	-0,7	-5,6
II	P	0,3	6,1	3,3	2,1	-9,4	1,6	2,0	0,1	-3,9	2,9	5,4	1,4	-0,9	-5,8
III	P	-0,0	5,4	2,4	1,5	-7,8	1,2	0,8	-0,0	-3,6	3,1	5,5	0,8	1,3	-6,6
IV	P	-0,6	4,9	-1,1	-2,5	-7,8	1,1	0,1	-0,2	-1,2	3,0	5,2	0,8	1,2	-6,5
12 /	A	-1,2	-6,9	-1,7	-2,8	-9,1	0,7	1,3	0,9	0,8	0,9	-1,2	0,4	0,7	-5,0
II	A	-1,6	-12,6	-0,7	-1,8	-8,6	-0,1	0,2	1,3	1,0	0,8	-2,6	-0,1	-2,2	-4,7
III	A	-1,7	-11,2	0,2	0,1	-8,7	-0,4	1,0	1,0	-6,1	1,6	-1,5	-1,3	-2,5	-4,9
IV	A	-2,1	-12,7	0,4	0,1	-7,7	-1,1	-0,5	0,5	-6,9	1,1	-2,2	-1,1	-3,0	-5,1
13 /	A	-2,0	-6,3	-3,0	-3,1	-6,0	-1,1	-1,7	-1,0	-3,8	-0,3	-0,9	0,1	-2,3	-2,4
II	A	-1,6	0,5	-2,6	-1,9	-6,5	-0,9	-0,4	0,4	-4,0	-0,5	-0,5	-1,8	-0,4	-1,3
III	A	-1,1	-2,1	-1,0	-1,5	-6,2	-0,5	0,0	-2,0	-2,7	-0,4	-0,4	-0,7	1,3	-1,6

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD  
Tasas de variación interanual



PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD  
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008).

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

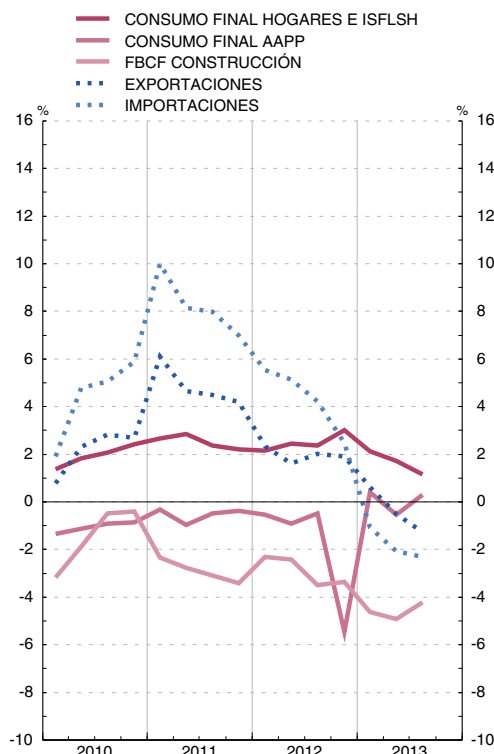
### 1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLACTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

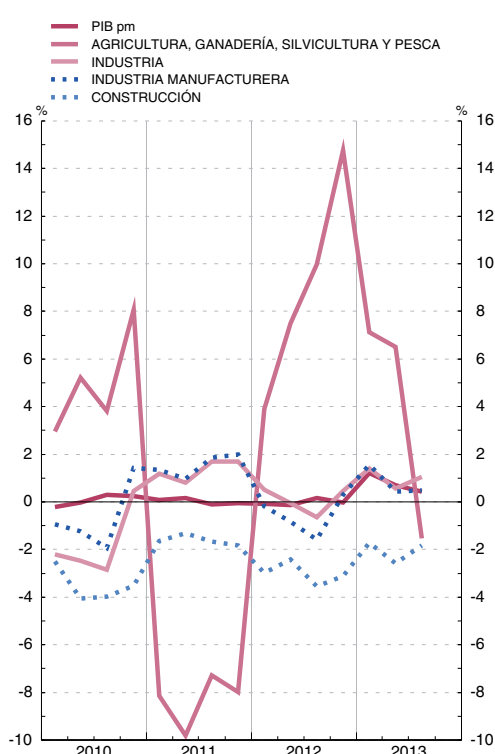
Tasas de variación interanual

		Componentes de la demanda								Producto interior bruto a precios de mercado	Ramras de actividad												
		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH (b)	Consumo final de las AAPP	Formación bruta de capital fijo			Exportación de bienes y servicios	Importación de bienes y servicios	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca		Industria		Construcción	Servicios									
				Total	Activos fijos materiales						Activos fijos inmateriales	Total		Industria manufacturera	Total	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales	Administración pública, salud y educación	Actividades artísticas, recreativas y otros servicios	
					Construcción	Bienes de equipo y activos cultivados																	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21			
10	P	1,9	-1,1	-0,6	-1,5	0,9	3,6	2,2	4,4	0,1	5,0	-1,8	-0,7	-3,5	-1,5	-0,6	-6,0	-20,3	13,6	-1,5	-1,5	0,5	
11	P	2,5	-0,6	-1,5	-2,9	1,2	-0,1	4,8	8,2	0,0	-8,3	1,3	1,5	-1,6	0,1	0,8	-1,4	-4,4	4,6	-0,5	-1,2	0,8	
12	A	2,5	-1,8	-2,0	-2,9	-1,1	1,3	2,0	4,3	-0,0	8,9	0,1	-0,6	-3,0	-0,3	0,8	-2,5	4,5	1,6	-0,6	-3,4	1,2	
10 / IV	P	2,4	-0,9	0,4	-0,4	1,4	3,4	2,7	5,9	0,3	8,1	0,4	1,4	-3,5	-0,3	1,8	-5,5	-21,6	20,1	-0,3	-2,9	1,1	
11 /	P	2,6	-0,3	-0,9	-2,3	1,8	-0,1	6,1	10,0	0,1	-8,1	1,2	1,3	-1,6	-0,6	0,6	-2,1	-12,5	4,5	-0,7	-1,0	0,8	
II	P	2,8	-1,0	-1,3	-2,8	1,5	0,3	4,6	8,1	0,1	-9,8	0,8	1,0	-1,3	0,4	1,0	-0,9	-3,0	6,5	0,2	-1,5	0,6	
III	P	2,4	-0,5	-1,6	-3,1	1,6	-0,5	4,5	8,0	-0,1	-7,3	1,7	1,9	-1,7	0,1	0,7	-1,2	-2,7	4,0	-1,2	-1,1	0,7	
IV	P	2,2	-0,4	-2,1	-3,4	0,1	-0,1	4,2	7,0	-0,0	-8,0	1,7	2,0	-1,8	0,3	0,8	-1,4	1,6	3,3	-0,5	-1,3	1,1	
12 /	A	2,1	-0,5	-1,6	-2,3	-0,8	0,5	2,3	5,5	-0,1	3,9	0,5	-0,2	-3,0	-0,0	-0,1	-2,1	3,8	1,9	-0,9	-1,0	0,9	
II	A	2,4	-0,9	-1,7	-2,4	-1,2	1,4	1,6	5,1	-0,1	7,5	-0,0	-0,8	-2,4	0,5	0,7	-2,8	8,8	2,5	-1,0	-1,2	0,8	
III	A	2,3	-0,5	-2,3	-3,5	-1,1	1,5	2,0	4,2	0,2	10,0	-0,6	-1,6	-3,5	-0,0	0,8	-3,0	2,8	0,8	-1,0	-1,2	0,9	
IV	A	3,0	-5,5	-2,3	-3,3	-1,3	1,7	1,9	2,5	-0,0	14,7	0,5	0,3	-3,1	-1,7	1,7	-2,1	2,6	1,4	0,3	-10,0	2,1	
13 /	A	2,1	0,4	-3,5	-4,6	-2,6	0,3	0,6	-1,1	1,2	7,1	1,4	1,5	-1,7	0,9	2,8	-2,8	-2,7	1,8	0,3	-0,4	2,9	
II	A	1,7	-0,5	-3,8	-4,9	-2,8	0,1	-0,5	-2,1	0,7	6,5	0,6	0,4	-2,6	-0,7	1,1	-4,8	-10,1	0,7	0,2	-1,4	2,7	
III	A	1,1	0,3	-3,4	-4,2	-3,2	1,0	-1,3	-2,3	0,4	-1,5	1,0	0,5	-1,8	0,2	1,0	-4,8	-1,5	1,0	0,4	-0,3	2,5	

PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS  
Tasas de variación interanual



PIB. DEFLACTORES IMPLÍCITOS  
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008).

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

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

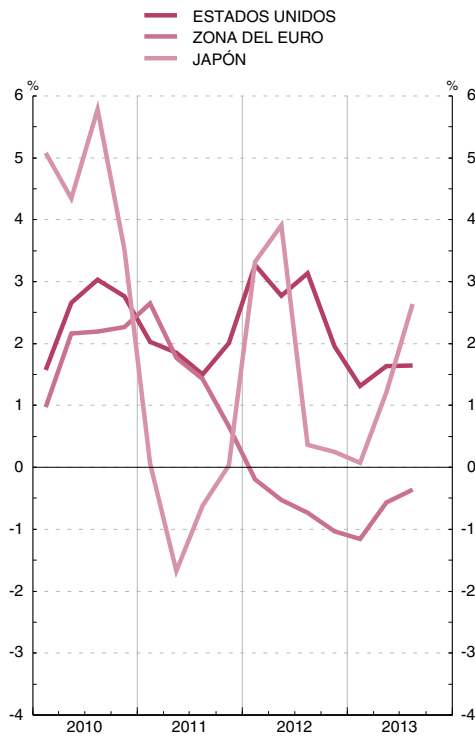
## 2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

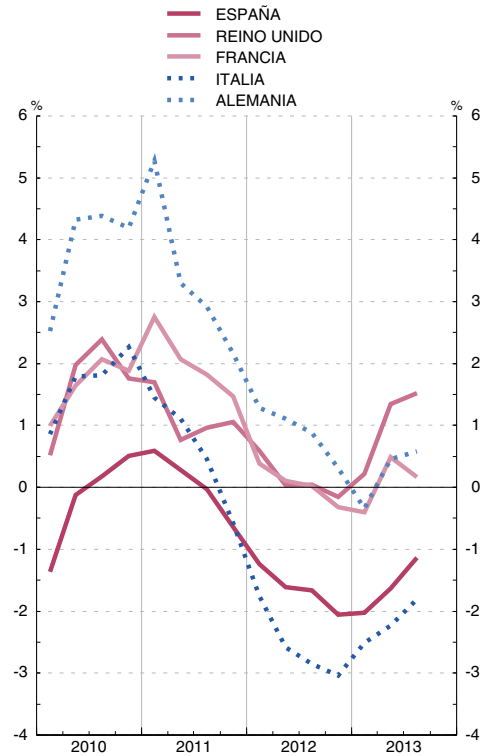
Tasas de variación interanual

	OCDE	UE 28	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>10</b>	3,0	2,0	1,9	3,9	-0,2	2,5	1,6	1,7	4,7	1,7
<b>11</b>	2,0	1,7	1,6	3,4	0,1	1,8	2,0	0,6	-0,6	1,1
<b>12</b>	1,6	-0,4	-0,6	0,9	-1,6	2,8	0,0	-2,6	1,9	0,1
<b>10</b> ///	3,3	2,4	2,2	4,4	0,2	3,0	2,1	1,8	5,8	2,4
<b>10</b> IV	3,1	2,4	2,3	4,2	0,5	2,8	1,9	2,3	3,5	1,8
<b>11</b> I	2,5	2,6	2,6	5,3	0,6	2,0	2,7	1,4	0,1	1,7
<b>11</b> II	1,8	1,8	1,8	3,3	0,3	1,9	2,1	1,1	-1,7	0,8
<b>11</b> III	1,8	1,5	1,4	2,9	-0,0	1,5	1,8	0,5	-0,6	1,0
<b>11</b> IV	1,7	0,8	0,7	2,2	-0,6	2,0	1,5	-0,6	0,0	1,1
<b>12</b> I	2,1	0,1	-0,2	1,3	-1,2	3,3	0,4	-1,8	3,3	0,6
<b>12</b> II	1,9	-0,3	-0,5	1,1	-1,6	2,8	0,1	-2,6	3,9	0,0
<b>12</b> III	1,4	-0,5	-0,7	0,9	-1,7	3,1	0,0	-2,8	0,4	0,0
<b>12</b> IV	0,9	-0,7	-1,0	0,3	-2,1	2,0	-0,3	-3,0	0,2	-0,2
<b>13</b> I	0,6	-0,8	-1,2	-0,3	-2,0	1,3	-0,4	-2,5	0,1	0,2
<b>13</b> II	1,0	-0,1	-0,6	0,5	-1,6	1,6	0,5	-2,2	1,2	1,3
<b>13</b> III	...	0,1	-0,4	0,6	-1,1	1,6	0,2	-1,8	2,6	1,5

PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

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

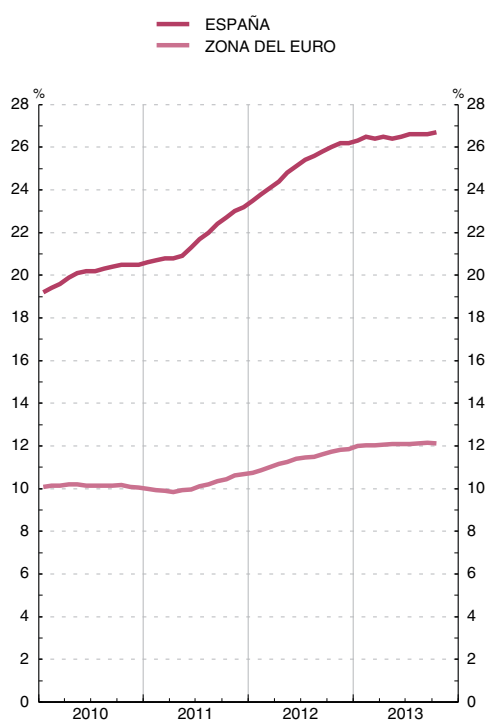
## 2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

■ Serie representada gráficamente.

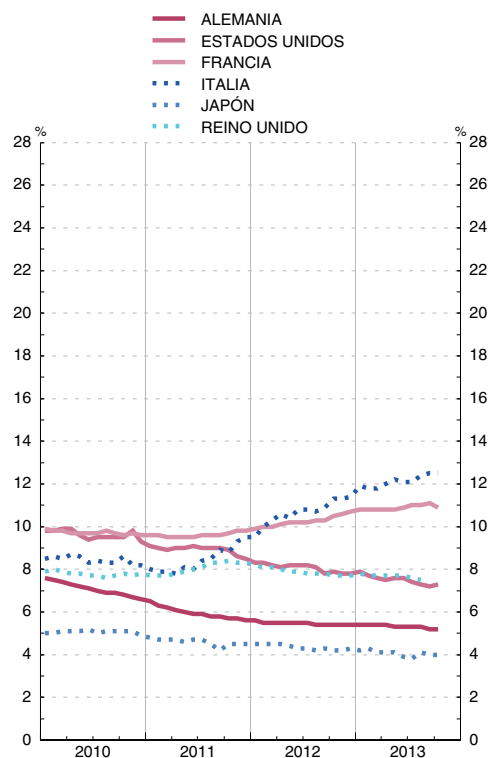
Porcentajes

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	OCDE	UE 27	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
<b>10</b>	8,3	9,7	10,1	7,1	20,1	9,6	9,7	8,4	5,1	7,8
<b>11</b>	8,0	9,7	10,2	6,0	21,7	8,9	9,6	8,4	4,6	8,0
<b>12</b>	8,0	10,5	11,4	5,5	25,1	8,1	10,3	10,7	4,3	7,9
<b>12</b>										
May	8,0	10,4	11,3	5,5	24,8	8,2	10,2	10,4	4,4	7,9
Jun	8,0	10,5	11,4	5,5	25,1	8,2	10,2	10,8	4,3	7,9
Jul	8,0	10,5	11,5	5,5	25,4	8,2	10,2	10,8	4,3	7,8
Ago	8,0	10,6	11,5	5,4	25,6	8,1	10,3	10,7	4,2	7,8
Sep	7,9	10,6	11,6	5,4	25,8	7,8	10,3	10,9	4,3	7,8
Oct	8,0	10,7	11,7	5,4	26,0	7,9	10,5	11,3	4,2	7,7
Nov	8,0	10,8	11,8	5,4	26,2	7,8	10,6	11,3	4,2	7,7
Dic	8,0	10,8	11,9	5,4	26,2	7,8	10,7	11,4	4,3	7,7
<b>13</b>										
Ene	8,1	11,0	12,0	5,4	26,3	7,9	10,8	11,9	4,2	7,8
Feb	8,0	11,0	12,0	5,4	26,5	7,7	10,8	11,8	4,3	7,7
Mar	8,0	10,9	12,0	5,4	26,4	7,6	10,8	11,8	4,1	7,7
Abr	8,0	11,0	12,1	5,4	26,5	7,5	10,8	12,0	4,1	7,7
May	8,0	11,0	12,1	5,3	26,4	7,6	10,8	12,2	4,1	7,7
Jun	8,0	10,9	12,1	5,3	26,5	7,6	10,9	12,1	3,9	7,7
Jul	7,9	10,9	12,1	5,3	26,6	7,4	11,0	12,1	3,8	7,6
Ago	7,9	10,9	12,1	5,3	26,6	7,3	11,0	12,4	4,1	7,5
Sep	7,9	10,9	12,2	5,2	26,6	7,2	11,1	12,5	4,0	...
Oct	7,9	10,9	12,1	5,2	26,7	7,3	10,9	12,5	4,0	...

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



FUENTE: OCDE.

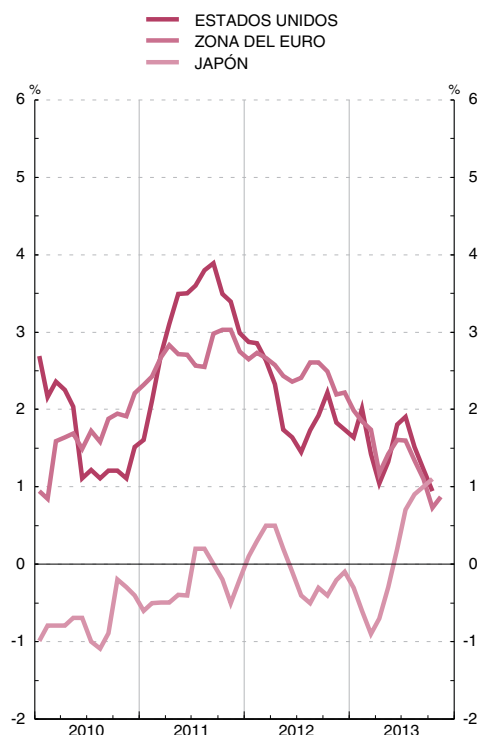
### 2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

■ Serie representada gráficamente.

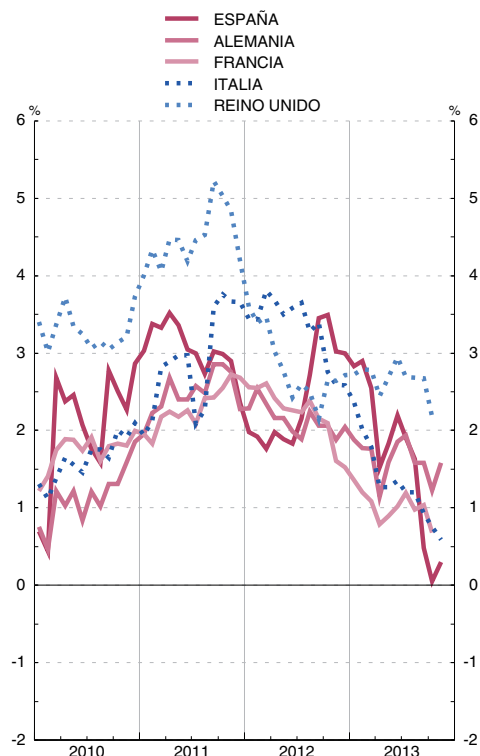
Tasas de variación interanual

	OCDE	UE 27	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>10</b>	1,9	2,1	1,6	1,2	2,0	1,7	1,7	1,6	-0,7	3,3
<b>11</b>	2,9	3,1	2,7	2,5	3,1	3,1	2,3	2,9	-0,3	4,5
<b>12</b>	2,3	2,6	2,5	2,1	2,4	2,1	2,2	3,3	-0,0	2,8
<b>12</b>										
Jun	1,9	2,5	2,4	2,0	1,8	1,6	2,3	3,6	-0,1	2,4
Jul	1,9	2,5	2,4	1,9	2,2	1,4	2,2	3,6	-0,4	2,6
Ago	2,0	2,7	2,6	2,2	2,7	1,7	2,4	3,3	-0,5	2,5
Sep	2,2	2,7	2,6	2,1	3,5	1,9	2,2	3,4	-0,3	2,2
Oct	2,2	2,6	2,5	2,1	3,5	2,2	2,1	2,8	-0,4	2,6
Nov	1,9	2,4	2,2	1,9	3,0	1,8	1,6	2,6	-0,2	2,6
Dic	1,9	2,3	2,2	2,0	3,0	1,7	1,5	2,6	-0,1	2,7
<b>13</b>										
Ene	1,7	2,1	2,0	1,9	2,8	1,6	1,4	2,4	-0,3	2,7
Feb	1,8	2,0	1,8	1,8	2,9	2,0	1,2	2,0	-0,6	2,8
Mar	1,6	1,9	1,7	1,8	2,6	1,4	1,1	1,8	-0,9	2,8
Abr	1,3	1,4	1,2	1,1	1,5	1,0	0,8	1,3	-0,7	2,4
May	1,5	1,6	1,4	1,6	1,8	1,3	0,9	1,3	-0,3	2,7
Jun	1,8	1,7	1,6	1,9	2,2	1,8	1,0	1,4	0,2	2,9
Jul	1,9	1,7	1,6	1,9	1,9	1,9	1,2	1,2	0,7	2,7
Ago	1,7	1,5	1,3	1,6	1,6	1,5	1,0	1,2	0,9	2,7
Sep	1,4	1,3	1,1	1,6	0,5	1,2	1,0	0,9	1,0	2,7
Oct	1,3	0,9	0,7	1,2	0,0	0,9	0,7	0,8	1,1	2,2
Nov	...	...	0,9	1,6	0,3	...	...	0,6	...	...

PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual



FUENTES: OCDE, INE y Eurostat.

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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

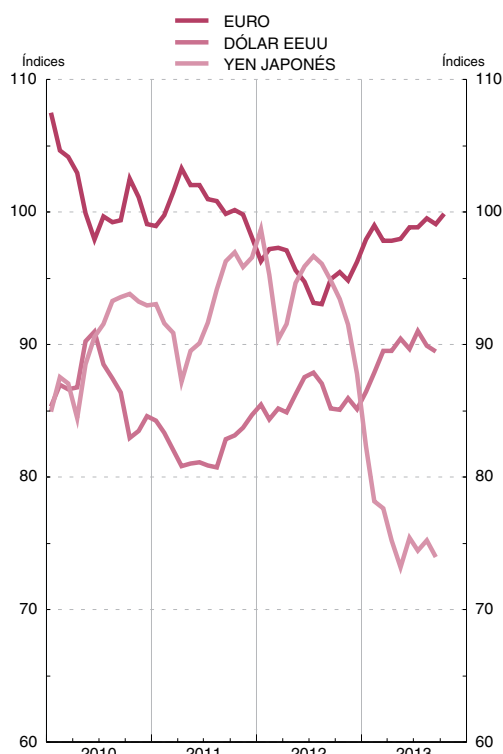
Media de cifras diarias

	Tipos de cambio			Índices del tipo de cambio efectivo nominal frente a países desarrollados. Base 1999 I = 100 (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados Base 1999 I = 100 (b)					
	Dólar estadounidense por ecu/euro	Yen japonés por ecu/euro	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
							Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
10	1,3267	116,42	87,78	103,6	78,6	119,9	101,5	86,7	90,1	98,2	93,1	87,7
11	1,3918	111,00	79,74	103,4	74,0	127,5	100,6	82,4	92,8	97,6	90,6	88,8
12	1,2854	102,61	79,81	97,9	76,8	131,7	95,5	85,8	93,9	93,2	95,2	88,5
12 E-N	1,2830	101,96	79,46	97,8	76,8	132,4	95,4	85,9	94,5	93,1	95,3	89,0
13 E-N	1,3242	128,58	97,10	101,4	79,5	107,4	98,7	89,3	76,2	96,5	98,8	72,5
12 Sep	1,2856	100,49	78,17	97,2	75,9	134,0	94,9	85,2	94,8	93,0	95,0	88,7
Oct	1,2974	102,47	78,98	97,8	75,9	132,2	95,5	85,1	93,5	93,5	95,0	87,6
Nov	1,2828	103,94	81,02	97,3	76,9	129,6	94,9	85,9	91,5	93,0	95,3	86,2
Dic	1,3119	109,71	83,61	98,7	76,4	124,2	96,2	85,1	87,8	94,4	94,3	83,2
13 Ene	1,3288	118,34	89,05	100,4	77,0	116,2	97,9	86,4	82,3	95,9	95,2	77,7
Feb	1,3359	124,40	93,12	101,7	78,1	111,1	99,0	87,9	78,2	96,9	97,1	74,0
Mar	1,2964	122,99	94,87	100,2	79,8	110,7	97,8	89,5	77,6	95,4	99,0	74,0
Abr	1,3026	127,54	97,90	100,5	79,9	106,9	97,8	89,5	75,2	95,7	99,3	71,8
May	1,2982	131,13	101,02	100,6	80,7	104,1	98,0	90,4	73,2	95,7	100,4	69,9
Jun	1,3189	128,40	97,37	101,6	79,8	107,4	98,8	89,7	75,4	96,5	99,4	72,1
Jul	1,3080	130,39	99,70	101,5	80,9	105,6	98,8	91,0	74,4	96,6	100,3	70,8
Ago	1,3310	130,34	97,93	102,2	79,9	106,6	99,5	89,9	75,2	97,2	99,3	71,4
Sep	1,3348	132,41	99,20	102,0	79,7	104,8	99,1	89,5	74,0	97,0	98,9	70,3
Oct	1,3635	133,32	97,78	102,9	78,7	105,1	99,9	...	...	97,8	...	...
Nov	1,3493	134,97	100,03	...	79,7	103,4	...	...	...	...	...	...

### TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



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



FUENTES: BCE y BE.

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

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



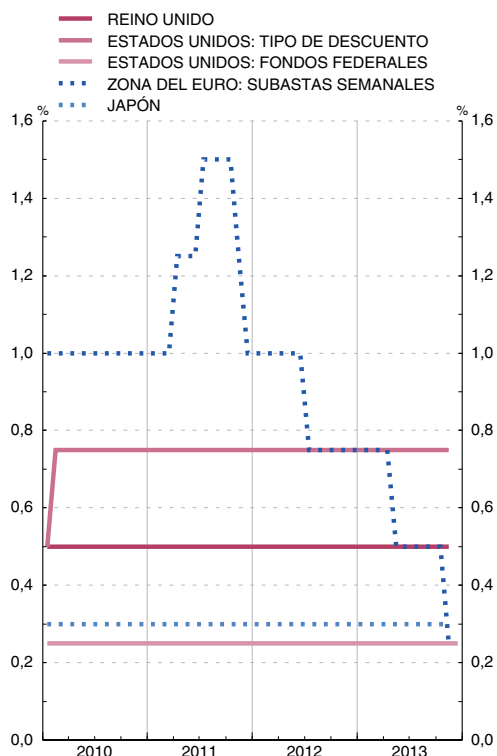
## 2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

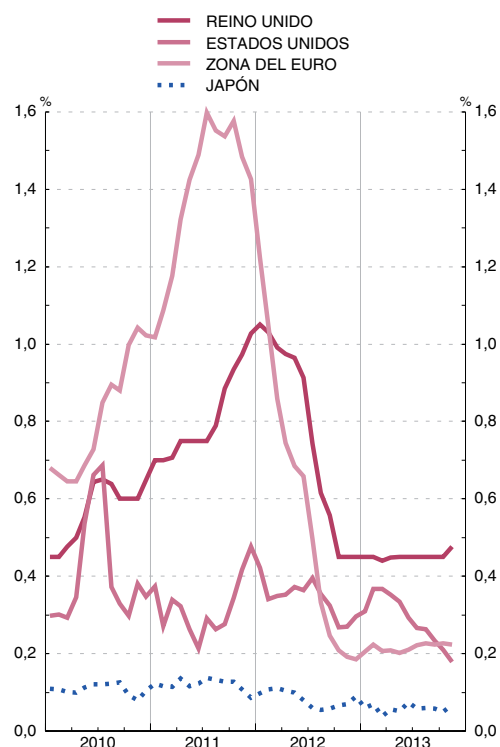
Porcentajes

	Tipos de intervención				Tipos interbancarios a tres meses										
	Zona del euro (a)	Estados Unidos de América		Japón (c)	Reino Unido (d)	OCDE (6)	UE 15 (7)	Zona del euro (8)	Alemania (9)	España (10)	Estados Unidos de América (11)	Francia (12)	Italia (13)	Japón (14)	Reino Unido (15)
		Tipo descuento (b)	Fondos federales												
<b>10</b>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,79	0,78	0,81	-	0,87	0,40	-	-	0,11	0,57
<b>11</b>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	1,01	1,32	1,39	-	1,34	0,32	-	-	0,12	0,81
<b>12</b>	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,76	0,63	0,57	-	1,06	0,34	-	-	0,08	0,76
<b>12 Jun</b>	1,00	0,75	0,25	0,30	0,50	0,82	0,72	0,66	-	-	0,36	-	-	0,08	0,91
<b>Jul</b>	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,76	0,56	0,50	-	-	0,40	-	-	0,06	0,74
<b>Ago</b>	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,69	0,40	0,33	-	-	0,35	-	-	0,05	0,62
<b>Sep</b>	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,64	0,32	0,25	-	-	0,32	-	-	0,06	0,56
<b>Oct</b>	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,60	0,27	0,21	-	-	0,27	-	-	0,07	0,45
<b>Nov</b>	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,58	0,25	0,19	-	-	0,27	-	-	0,07	0,45
<b>Dic</b>	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,52	0,24	0,19	-	-	0,30	-	-	0,09	0,45
<b>13 Ene</b>	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,55	0,26	0,20	-	-	0,31	-	-	0,06	0,45
<b>Feb</b>	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,58	0,27	0,22	-	-	0,37	-	-	0,07	0,45
<b>Mar</b>	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,57	0,26	0,21	-	-	0,37	-	-	0,04	0,44
<b>Abr</b>	0,75	0,75	0,25	0,30	0,50	0,55	0,26	0,21	-	-	0,35	-	-	0,06	0,45
<b>May</b>	0,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,57	0,38	0,20	-	1,75	0,33	-	-	0,05	0,45
<b>Jun</b>	0,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,52	0,26	0,21	-	-	0,29	-	-	0,08	0,45
<b>Jul</b>	0,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,51	0,27	0,22	-	0,22	0,27	-	-	0,06	0,45
<b>Ago</b>	0,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,54	0,36	0,23	-	1,25	0,26	-	-	0,06	0,45
<b>Sep</b>	0,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,50	0,27	0,22	-	-	0,23	-	-	0,06	0,45
<b>Oct</b>	0,50	0,75	0,25	0,30	0,50	0,48	0,27	0,23	-	-	0,21	-	-	0,05	0,45
<b>Nov</b>	0,25	0,75	0,25	0,30	0,50	0,47	0,27	0,22	-	-	0,18	-	-	0,07	0,48

TIPOS DE INTERVENCIÓN



TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

a. Operaciones principales de financiación.

b. Desde enero de 2003, primary credit rate.

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

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

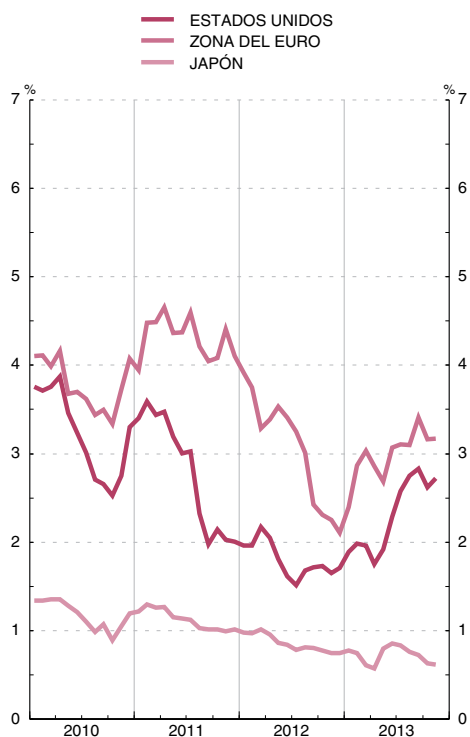
## 2.6. RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

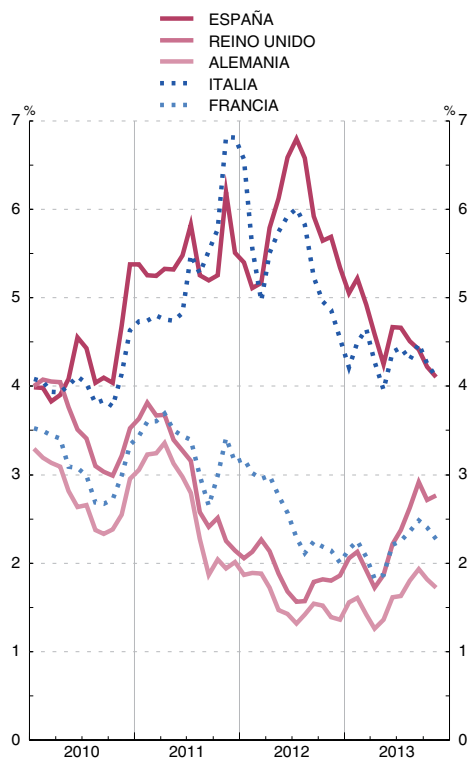
Porcentajes

	OCDE 1	UE 15 2	Zona del euro 3	Alemania 4	España 5	Estados Unidos de América 6	Francia 7	Italia 8	Japón 9	Reino Unido 10
<b>10</b>	3,15	3,52	3,78	2,78	4,25	3,22	3,12	4,03	1,18	3,56
<b>11</b>	3,15	4,02	4,31	2,66	5,44	2,80	3,32	5,36	1,12	3,04
<b>12</b>	2,35	3,43	3,05	1,57	5,85	1,80	2,53	5,47	0,86	1,88
<b>12 Jun</b>	2,32	3,61	3,41	1,43	6,59	1,61	2,57	5,92	0,84	1,68
<b>Jul</b>	2,20	3,46	3,25	1,32	6,79	1,51	2,28	6,01	0,78	1,56
<b>Ago</b>	2,25	3,37	3,01	1,42	6,58	1,68	2,11	5,82	0,81	1,57
<b>Sep</b>	2,22	3,23	2,43	1,54	5,92	1,71	2,24	5,23	0,81	1,78
<b>Oct</b>	2,17	3,08	2,31	1,52	5,65	1,73	2,18	4,96	0,78	1,82
<b>Nov</b>	2,10	2,99	2,25	1,39	5,69	1,65	2,14	4,86	0,74	1,80
<b>Dic</b>	2,07	2,79	2,10	1,36	5,34	1,71	2,00	4,54	0,75	1,86
<b>13 Ene</b>	2,20	2,78	2,40	1,56	5,05	1,89	2,16	4,22	0,78	2,05
<b>Feb</b>	2,27	2,89	2,86	1,61	5,22	1,98	2,25	4,50	0,75	2,13
<b>Mar</b>	2,19	2,76	3,03	1,42	4,92	1,96	2,07	4,65	0,61	1,92
<b>Abr</b>	2,02	2,55	2,86	1,26	4,59	1,75	1,82	4,28	0,57	1,72
<b>May</b>	2,09	2,47	2,69	1,36	4,25	1,92	1,87	3,96	0,80	1,87
<b>Jun</b>	2,42	2,83	3,07	1,62	4,67	2,29	2,21	4,39	0,85	2,22
<b>Jul</b>	2,59	2,90	3,10	1,63	4,66	2,58	2,25	4,44	0,83	2,37
<b>Ago</b>	2,70	2,97	3,10	1,80	4,51	2,75	2,36	4,30	0,76	2,63
<b>Sep</b>	2,79	3,12	3,41	1,93	4,42	2,83	2,48	4,48	0,73	2,91
<b>Oct</b>	2,61	2,93	3,16	1,81	4,22	2,62	2,40	4,26	0,63	2,71
<b>Nov</b>	2,63	2,83	3,17	1,72	4,11	2,72	2,27	4,10	0,61	2,77

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

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

■ Serie representada gráficamente.

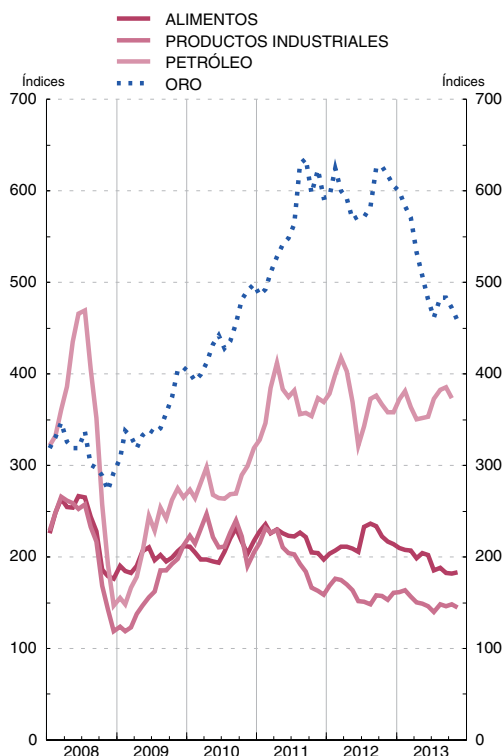
Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)						Petróleo		Oro		
	En euros	En dólares estadounidenses					Índice (b)	Mar Norte	Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo
	General	General	Alimentos	Productos industriales				Dólares estadounidenses por barril			
				Total	Agrícolas no alimenticios	Metales					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
08	142,2	227,4	232,4	221,0	176,0	245,5	343,7	97,2	312,5	871,7	19,07
09	120,8	182,3	198,0	162,2	136,0	176,4	219,2	61,7	348,8	973,0	22,42
10	158,6	213,1	207,9	220,2	211,2	225,9	280,0	79,9	439,2	1 225,3	29,76
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
12 E-N	184,3	189,7	217,3	161,1	172,7	156,3	373,1	112,6	597,3	1 666,4	41,76
13 E-N	162,2	173,5	195,5	150,3	161,4	145,6	...	109,5	511,5	1 427,1	34,67
12 Oct	189,4	190,6	222,7	157,4	160,0	156,2	366,2	112,2	626,2	1 747,0	43,28
Nov	180,1	185,6	217,1	152,8	156,2	151,3	358,3	110,2	616,9	1 720,9	43,12
Dic	177,8	187,8	214,0	160,5	161,5	160,1	358,3	110,9	605,3	1 688,5	41,38
13 Ene	174,1	185,8	209,6	161,2	166,7	158,9	372,0	113,9	599,0	1 671,0	40,40
Feb	173,2	186,1	207,5	163,8	169,2	161,5	381,3	117,4	583,4	1 627,6	39,19
Mar	175,0	182,3	206,8	156,9	167,9	152,2	363,4	109,6	571,0	1 592,9	39,53
Abr	167,3	175,0	198,9	150,2	163,2	144,7	350,1	103,7	532,6	1 485,9	36,65
May	169,6	177,2	204,2	149,2	164,2	142,8	351,9	103,3	506,7	1 413,5	35,00
Jun	164,5	174,7	202,3	146,1	159,8	140,2	353,3	103,2	481,2	1 342,4	32,74
Jul	153,2	163,3	185,6	140,2	153,5	134,5	372,6	108,6	461,2	1 286,7	31,63
Ago	156,5	168,6	188,4	148,0	157,1	144,1	382,7	113,0	482,9	1 347,1	32,57
Sep	151,6	164,5	182,3	146,0	159,6	140,2	385,3	113,6	483,5	1 348,8	32,51
Oct	149,4	165,4	181,7	148,5	157,6	144,6	373,5	110,0	471,8	1 316,2	31,01
Nov	150,7	166,4	183,5	144,5	156,9	139,2	...	108,2	457,7	1 277,0	30,40

ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS



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



FUENTES: The Economist, FMI, BCE y BE.

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

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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

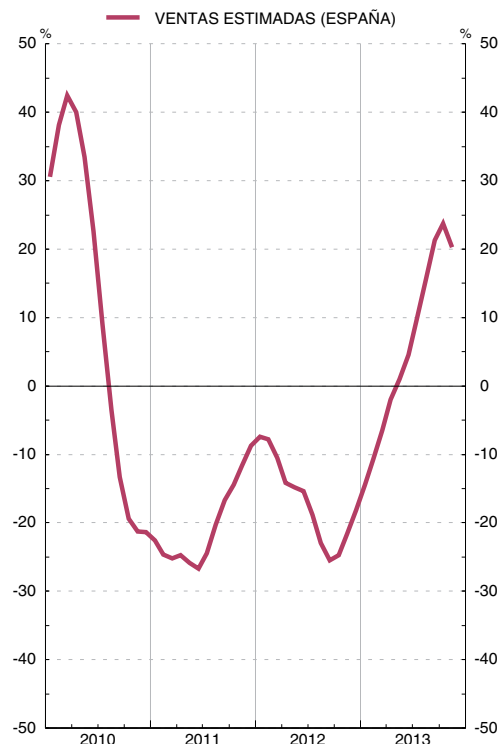
Tasas de variación interanual

	Encuestas de opinión (porcentajes netos)						Matriculaciones y ventas de automóviles			Índices de comercio al por menor (Base 2010=100, CNAE 2009) (Índices deflactados)										
	Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		Matriculaciones	Ventas estimadas	Pro memoria: Matriculaciones en zona euro	Índice general de comercio minorista	Índice general sin estaciones de servicio									
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista (a)					Total	Alimentación	Grandes superficies	Grandes cadenas	Pequeñas cadenas	Empresas unilocalizadas	Pro memoria: zona del euro (a)			
				1			2	3	4	5								6	7	8
10		-20,9	-18,0	-9,7	-17,2	-14,2	-4,1	3,0	3,1	-8,1	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	1,0	
11		-17,1	-13,8	-6,7	-19,8	-14,6	-5,5	-18,3	-17,7	-0,7	94,2	94,4	97,2	92,8	99,2	92,8	93,0	93,0	-0,1	
12	P	-31,6	-30,7	-18,0	-21,4	-22,3	-15,2	-12,7	-13,4	-11,2	87,6	88,0	94,4	84,6	97,1	84,9	84,3	84,3	-1,4	
12	E-N	P	-30,9	-29,9	-17,5	-21,7	-22,0	-15,2	-11,9	-12,6	86,7	87,0	93,1	82,0	95,9	83,9	84,1	84,1	-1,3	
13	E-N	P	-26,0	-20,6	-12,6	-11,6	-19,2	-13,2	2,6	2,1	...	...	...	...	...	...	...	...	...	
12	Dic	P	-40,0	-39,7	-23,0	-18,0	-26,3	-15,9	-22,1	-23,0	-12,1	97,7	99,3	108,0	113,7	110,9	95,1	87,0	87,0	-2,5
13	Ene	P	-32,5	-28,8	-17,8	-20,3	-23,9	-15,5	-8,6	-9,6	-14,2	87,2	88,0	84,7	91,4	96,9	87,3	80,9	80,9	-1,5
	Feb	P	-33,4	-29,4	-17,3	-16,6	-23,6	-16,1	-8,9	-9,8	-8,8	74,3	74,4	80,9	69,6	83,1	71,0	72,2	72,2	-1,8
	Mar	P	-31,9	-27,6	-15,1	-16,9	-23,5	-17,1	-13,6	-13,9	-10,9	79,7	79,7	91,2	72,2	92,5	74,4	76,8	76,8	-2,1
	Abr	P	-28,9	-24,8	-15,0	-13,6	-22,2	-18,4	11,3	10,8	-6,5	80,8	80,9	89,7	71,5	93,1	77,2	78,5	78,5	-1,2
	May	P	-31,6	-31,3	-15,8	-18,5	-21,8	-16,7	-2,9	-2,6	-8,0	83,2	83,2	91,7	74,1	94,6	79,4	81,2	81,2	0,2
	Jun	P	-25,7	-23,3	-14,8	-12,5	-18,8	-14,6	0,1	-0,7	-7,2	83,3	83,6	91,0	76,6	95,1	79,6	80,6	80,6	-1,1
	Jul	P	-22,7	-18,1	-10,4	-9,3	-17,4	-14,0	16,0	14,9	-0,1	93,1	93,9	96,4	91,7	107,5	91,3	87,0	87,0	-0,6
	Ago	P	-21,2	-14,7	-9,1	-6,5	-15,6	-10,6	-18,0	-18,3	-4,1	84,4	84,6	95,4	81,8	101,9	80,0	76,0	76,0	-
	Sep	P	-17,5	-9,6	-6,7	-5,3	-14,9	-6,9	28,1	28,5	-2,5	81,0	81,5	88,2	75,4	92,6	76,8	78,6	78,6	0,3
	Oct	P	-20,6	-9,7	-8,9	-5,0	-14,5	-7,8	33,8	34,4	4,2	83,5	83,6	92,8	73,8	97,6	79,7	80,3	80,3	-0,2
	Nov	P	-20,5	-9,2	-7,6	-2,6	-15,4	-7,7	15,8	15,1	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...

#### ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



#### VENTAS DE AUTOMÓVILES (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

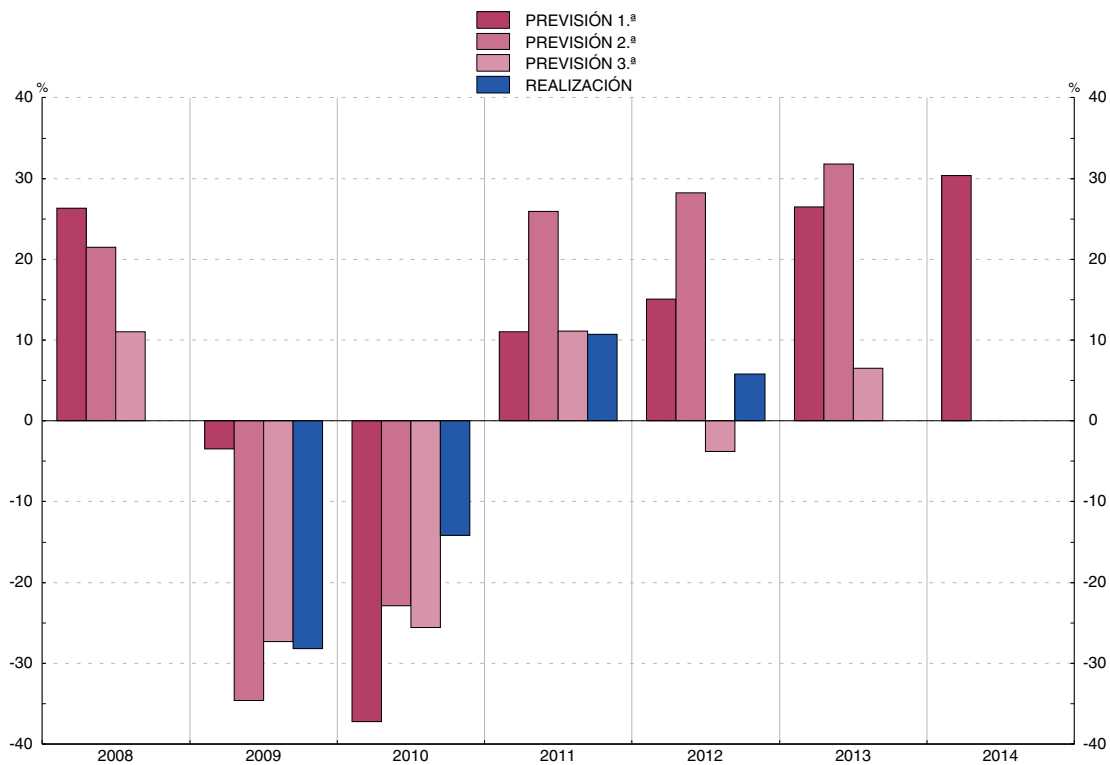
### 3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual a precios corrientes

	1	2	3	4	
	Realización	Previsión 1. <sup>a</sup>	Previsión 2. <sup>a</sup>	Previsión 3. <sup>a</sup>	
08			26	22	11
09		-28	-4	-35	-27
10		-14	-37	-23	-26
11		11	11	26	11
12		6	15	28	-4
13		...	27	32	7
14		...	30	...	...

#### INVERSIÓN INDUSTRIAL Tasas de variación anuales



FUENTE: Ministerio de Industria, Energía y Turismo.

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

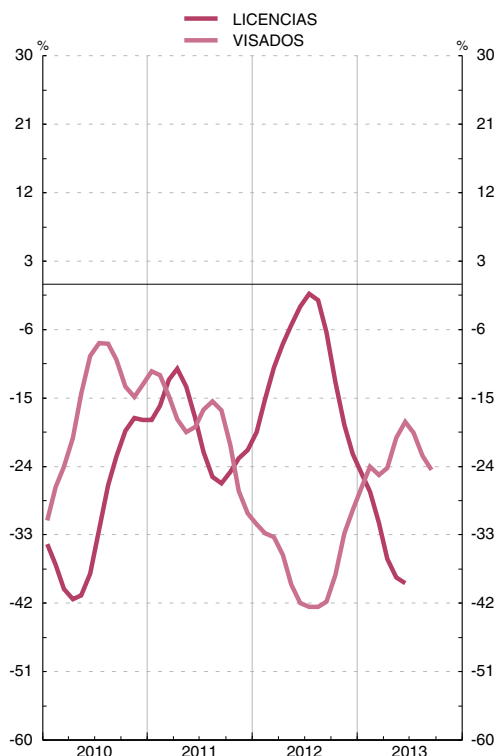
### 3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

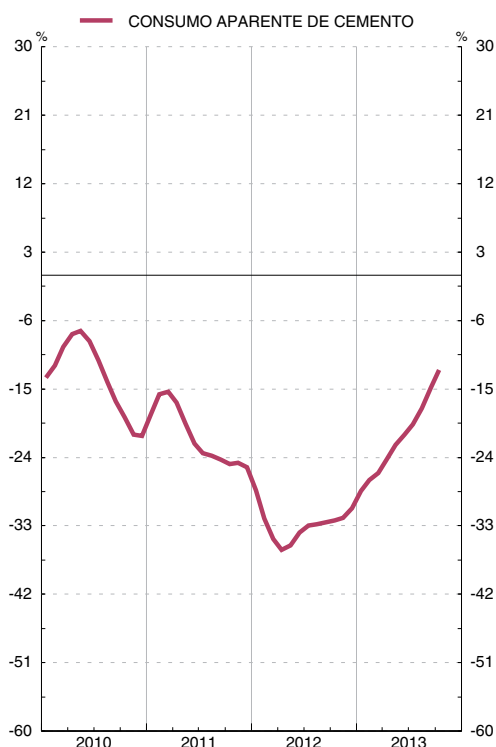
Tasas de variación interanual

	Licencias: superficie a construir				Visados: superficie a construir		Licitación oficial (presupuesto)						Consumo aparente de cemento	
	Total	De la cual		No residencial	Total	De la cual		Total		Edificación				Ingeniería civil
		Residencial	Vivienda			Vivienda	En el mes	Acumulada en el año	Total	Residencial	Vivienda	No residencial		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
10	-28,7	-24,3	-25,2	-36,9	-16,0	-16,1	-38,8	-38,8	-20,6	-38,0	-37,5	-15,2	-46,1	-15,4
11	-16,4	-17,5	-16,6	-13,9	-18,6	-13,2	-46,5	-46,5	-57,6	-54,0	-51,0	-58,5	-39,9	-16,4
12	P -19,6	-24,0	-23,3	-10,0	-37,2	-39,9	-48,9	-48,9	-48,4	-68,4	-62,4	-43,3	-49,1	-33,6
12 E-O	-18,5	-23,6	-22,9	-7,9	-38,7	-39,8	-47,3	-47,3	-52,9	-71,0	-66,5	-48,1	-44,7	-33,4
13 E-O	P ...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-20,9
12 Jul	11,6	4,9	8,9	24,6	-38,8	-38,4	-50,4	-46,3	-54,8	-49,1	-49,8	-57,0	-48,1	-30,6
Ago	4,0	-10,0	-15,9	31,0	-42,1	-38,0	-50,1	-46,7	-48,2	-60,9	-22,0	-45,3	-51,0	-32,0
Sep	3,7	-13,1	-13,0	54,1	-52,1	-56,5	-64,6	-48,4	-35,4	-35,8	-95,9	-35,3	-73,0	-38,2
Oct	-16,0	-17,2	-18,9	-13,9	-40,2	-43,7	-23,4	-47,3	-58,9	-37,6	39,5	-60,4	16,2	-25,4
Nov	P -24,9	-13,2	-11,8	-48,9	-17,6	-31,0	-68,7	-49,3	-32,2	-80,8	-68,5	-24,8	-75,3	-33,1
Dic	P -24,4	-39,9	-40,8	36,6	-35,3	-48,5	-39,4	-48,9	16,8	29,4	65,2	15,2	-65,9	-36,8
13 Ene	P -35,1	-53,6	-52,6	24,9	-32,8	-26,9	7,1	7,1	-26,3	77,2	68,3	-34,9	28,6	-21,5
Feb	P -8,9	-23,0	-23,5	22,2	7,6	-9,5	-44,8	-31,3	-57,6	430,5	471,9	-70,5	-40,9	-25,1
Mar	P -31,2	-38,9	-40,8	-16,2	-45,3	-46,0	37,5	-17,3	9,0	-57,7	-29,8	32,3	56,5	-39,8
Abr	P -43,5	-53,8	-56,0	-30,8	-20,3	-25,9	3,0	-13,6	27,0	32,6	38,1	26,5	-9,2	-13,0
May	P -45,6	-44,3	-47,4	-47,2	-18,3	-26,9	-67,1	-34,6	-20,6	287,7	137,0	-43,7	-74,4	-20,4
Jun	P -9,8	-22,5	-47,3	25,3	-14,1	-17,3	8,2	-29,7	-41,5	116,5	41,6	-54,6	36,1	-24,1
Jul	P ...	...	...	...	-11,6	2,2	186,7	-8,2	308,9	-61,2	-83,7	473,3	131,4	-17,2
Ago	P ...	...	...	...	-30,1	-36,2	75,7	-0,1	-1,3	-19,9	-90,6	1,7	115,3	-23,4
Sep	P ...	...	...	...	-23,1	-24,9	29,7	1,9	18,5	-58,8	1 438,5	43,4	37,4	-9,1
Oct	P ...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-11,2

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



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



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

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

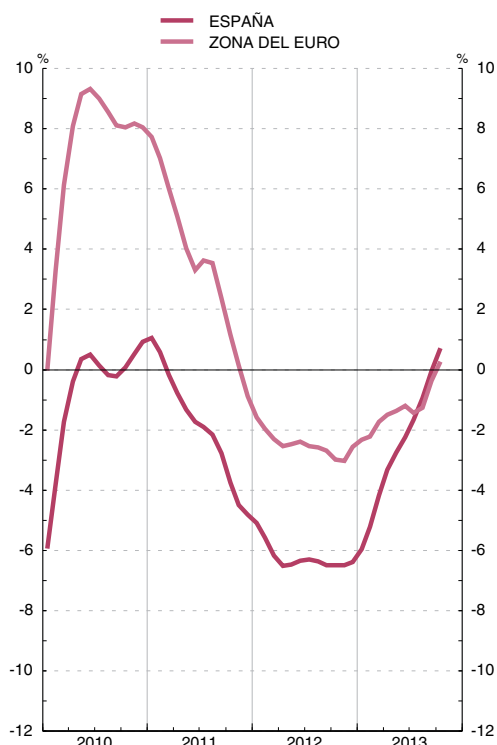
### 3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

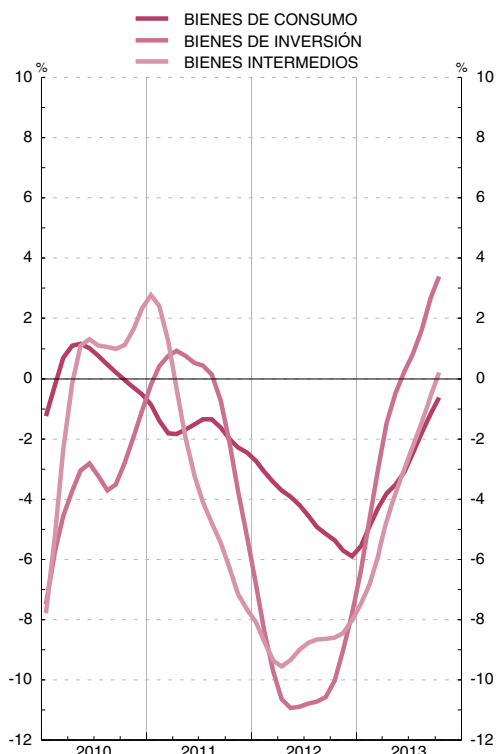
Tasas de variación interanual

		Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad (CNAE 2009)				Pro memoria: zona del euro				
		Total		Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes intermedios	Energía	Extractivas	Manufacturadoras	Suministro de energía eléctrica y gas	Del cual		Por destino económico de los bienes			
		Serie original	1 T 12								Total	Manufacturas	Bienes de consumo	Bienes de equipo	Bienes Intermedios	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
10	MP	100,0	0,9	0,9	-3,3	2,7	2,5	4,4	0,6	2,9	7,3	7,7	2,8	9,0	10,0	
11	MP	98,0	-2,0	-2,0	0,1	-2,7	-2,8	-18,7	-1,6	-3,7	3,4	4,7	1,0	8,4	4,1	
12	MP	91,8	-6,4	-4,8	-11,0	-8,9	0,9	-23,6	-7,5	0,1	-2,5	-2,7	-2,4	-1,2	-4,6	
12 E-O	MP	92,9	-5,9	-3,6	-10,9	-8,5	1,2	-23,0	-7,0	0,3	-2,3	-2,5	-2,5	-0,8	-4,4	
13 E-O	MP	90,8	-2,3	-2,9	0,7	-3,3	-3,1	-16,5	-2,0	-4,7	-1,3	-1,3	-0,8	-1,3	-1,8	
12 Jul	P	98,7	-4,4	-3,2	-8,1	-7,2	2,7	-40,4	-5,2	0,9	-2,7	-2,7	-3,0	-1,2	-4,8	
Ago	P	76,3	-3,5	-3,8	-7,4	-7,1	3,6	-23,6	-5,0	2,8	-1,4	-1,5	-1,0	0,2	-4,0	
Sep	P	89,4	-12,5	-11,6	-21,2	-12,9	-2,1	-28,2	-14,1	-4,2	-2,6	-2,7	-2,4	-1,4	-4,2	
Oct	P	96,4	-0,6	3,5	-4,1	-3,9	3,6	-15,7	-0,9	2,2	-3,3	-3,6	-2,5	-3,8	-4,6	
Nov	P	91,9	-7,8	-6,4	-10,6	-11,1	-0,6	-24,5	-9,0	-1,2	-4,0	-4,4	-3,0	-4,2	-6,0	
Dic	P	80,2	-10,2	-15,3	-12,6	-10,6	0,1	-30,6	-12,2	-1,0	-2,4	-2,6	-0,6	-1,9	-4,9	
13 Ene	P	89,8	-3,6	-4,1	-2,6	-3,7	-3,7	-26,1	-3,4	-4,9	-2,4	-2,5	0,5	-3,6	-3,9	
Feb	P	87,5	-8,7	-6,5	-8,2	-10,3	-9,8	-28,9	-8,1	-11,5	-2,8	-2,1	-0,3	-3,2	-2,7	
Mar	P	88,3	-10,4	-11,7	-8,9	-13,8	-4,1	-44,3	-11,3	-2,6	-1,6	-3,1	-2,3	-3,3	-4,2	
Abr	P	91,8	6,2	8,4	12,3	4,6	-0,3	-19,2	8,2	-2,7	-0,8	-0,8	-0,5	0,6	-2,4	
May	P	95,1	-3,0	-4,2	-0,3	-3,4	-3,5	-24,1	-2,4	-7,2	-1,9	-2,0	-1,1	-2,3	-2,6	
Jun	P	92,0	-4,7	-8,4	-0,1	-4,8	-4,2	13,7	-4,6	-7,3	-0,2	0,0	-0,5	1,4	-1,0	
Jul	P	99,7	0,9	0,2	1,7	0,2	2,1	15,4	0,3	1,1	-2,0	-2,2	-1,3	-3,3	-1,5	
Ago	P	73,0	-4,4	-3,4	-5,6	-4,5	-4,6	-21,7	-4,4	-6,4	-1,5	-1,5	-2,2	-0,8	-0,8	
Sep	P	92,7	3,7	2,9	9,8	2,7	0,0	-2,4	4,4	-1,7	0,2	0,2	0,8	0,3	-0,1	
Oct	P	98,1	1,8	-0,4	8,6	1,7	-2,6	-7,3	2,6	-2,9	0,2	0,6	-1,1	1,2	1,6	

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



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



FUENTES: INE y BCE.

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

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



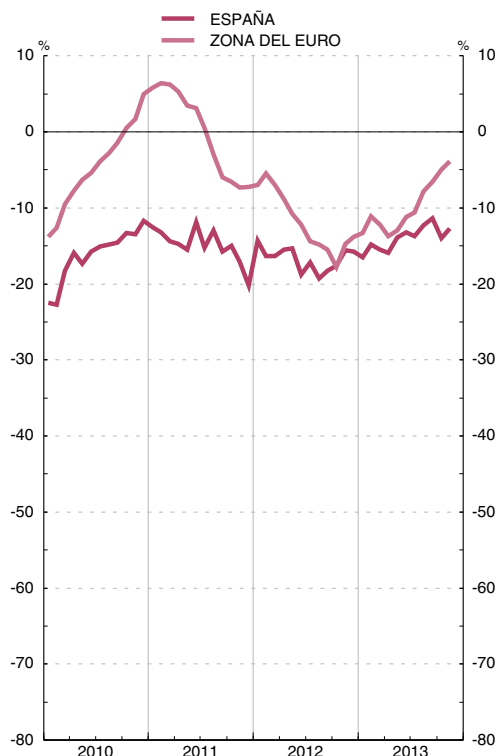
### 3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)

■ Serie representada gráficamente.

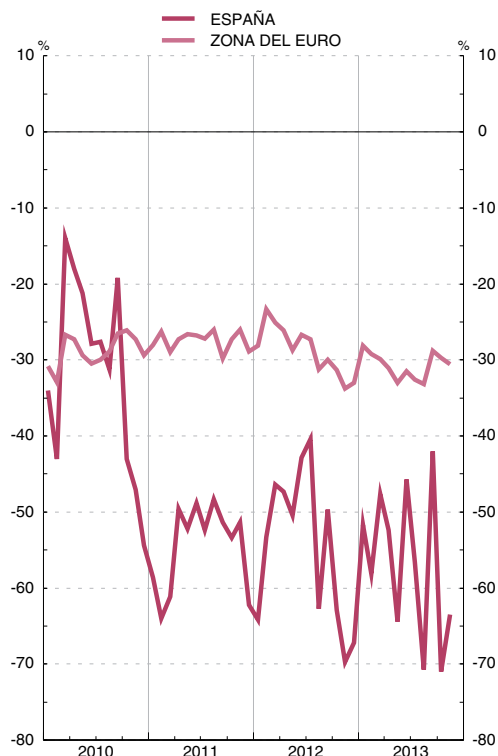
Saldo

		Industria, sin construcción									Construcción					Pro memoria: zona del euro (b)				
		Indicador del clima industrial (a)	Producción tres últimos meses (a)	Tendencia de la producción (a)	Cartera de pedidos total (a)	Cartera de pedidos extranjeros (a)	Nivel de existencias (a)	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construcción	Nivel de producción	Nivel de contratación	Tendencia		Industria, sin construcción		Indicador del clima en la construcción	
								Consumo (a)	Equipo (a)	Intermedios (a)	Otros sectores (a)				Producción	Contratación	Indicador del clima industrial	Cartera de pedidos		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
10	M	-16	-8	-1	-37	-29	11	-10	-14	-18	-52	-32	-19	-31	-26	-33	-5	-25	-29	
11	M	-15	-12	-3	-31	-24	11	-10	-12	-17	-45	-54	-21	-47	-46	-45	0	-7	-27	
12	M	-17	-20	-4	-37	-26	9	-10	-15	-22	-15	-55	-23	-50	-44	-60	-12	-25	-29	
12	E-N	M	-17	-20	-5	-37	-25	9	-10	-15	-22	-16	-54	-24	-49	-42	-59	-12	-24	-28
13	E-N	M	-14	-11	-1	-31	-21	10	-9	-14	-18	-6	-57	-28	-57	-37	-50	-10	-27	-31
12	Ago	-19	-22	-9	-39	-27	10	-10	-23	-24	-31	-63	-27	-60	-56	-62	-15	-28	-31	
	Sep	-18	-17	-4	-37	-25	13	-10	-19	-23	-29	-50	-43	-58	-24	-38	-16	-30	-30	
	Oct	-18	-22	-7	-37	-26	9	-12	-17	-25	-5	-63	-50	-63	-51	-60	-18	-34	-31	
	Nov	-16	-18	-3	-37	-29	7	-11	-15	-22	-2	-70	-10	-63	-43	-73	-15	-31	-34	
	Dic	-16	-27	-1	-38	-29	9	-12	-13	-23	-3	-67	-19	-56	-71	-62	-14	-31	-33	
13	Ene	-17	-24	-4	-38	-30	7	-12	-14	-23	-3	-52	-33	-46	-58	-56	-13	-31	-28	
	Feb	-15	-18	-2	-34	-20	8	-7	-16	-17	-18	-58	-23	-52	-49	-50	-11	-28	-29	
	Mar	-16	-18	-2	-33	-24	11	-11	-16	-18	-2	-48	-26	-44	-23	-39	-12	-30	-30	
	Abr	-16	-16	-4	-33	-21	10	-13	-16	-19	-1	-52	-31	-51	-25	-39	-14	-34	-31	
	May	-14	-12	-1	-32	-20	8	-12	-12	-16	1	-64	-44	-63	-46	-56	-13	-31	-33	
	Jun	-13	-11	1	-31	-22	9	-9	-12	-17	-1	-46	-17	-47	-31	-44	-11	-28	-32	
	Jul	-14	-4	0	-30	-16	11	-9	-11	-18	-30	-57	-3	-63	-24	-51	-11	-28	-33	
	Ago	-12	4	1	-27	-21	11	-7	-9	-17	-3	-71	-33	-73	-38	-43	-8	-24	-33	
	Sep	-11	1	1	-28	-12	7	-8	-9	-16	-2	-42	-35	-52	-7	-51	-7	-23	-29	
	Oct	-14	-11	-1	-29	-22	12	-7	-20	-18	-2	-71	-52	-77	-50	-57	-5	-21	-30	
	Nov	-13	-8	4	-29	-21	13	-9	-14	-16	-2	-64	-9	-64	-54	-59	-4	-18	-31	

CLIMA EN LA INDUSTRIA  
Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN  
Saldos



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

a. Corregidos de variaciones estacionales.

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

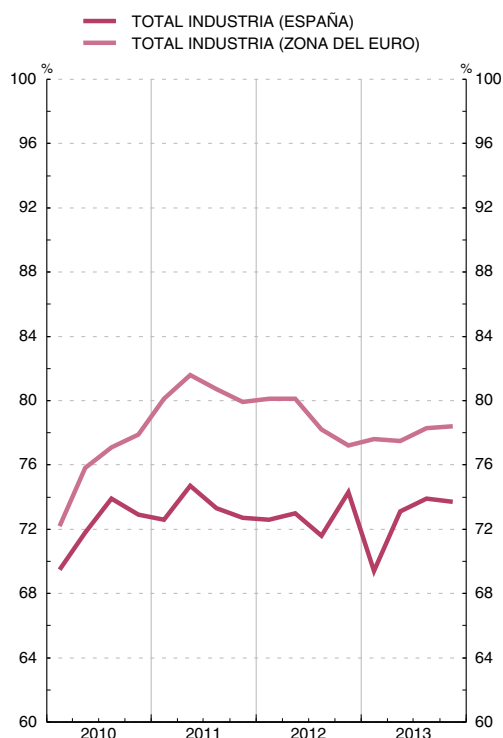
### 3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (CNAE 2009)

■ Serie representada gráficamente.

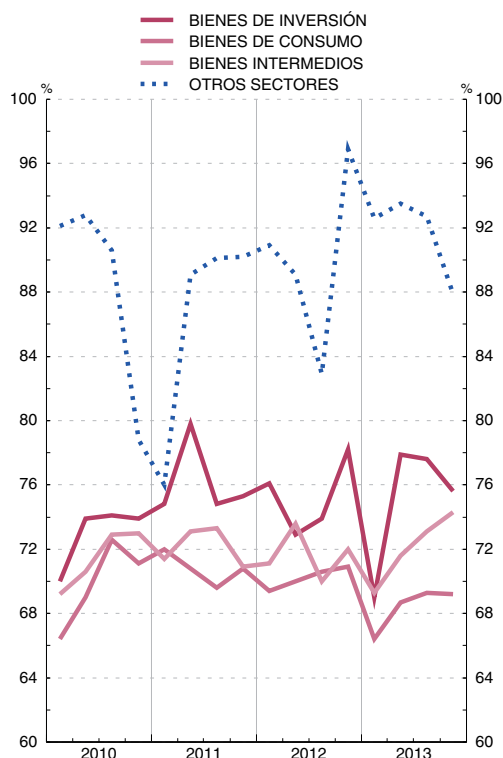
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores (a)			Pro memoria: zona del euro. Utilización de la capacidad productiva (b)
	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capacidad productiva instalada (Saldos)	
	En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		En los tres últimos meses (%)	Prevista (%)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>10</b>	72,0	72,8	22	69,8	70,5	18	73,0	72,5	23	71,4	72,9	24	88,6	90,5	18	75,8
<b>11</b>	73,3	73,7	18	70,8	71,8	17	76,2	75,2	16	72,2	72,7	22	86,4	87,6	4	80,6
<b>12</b>	72,9	73,5	21	70,2	71,0	16	75,3	75,7	16	71,7	72,0	30	90,0	93,3	3	78,9
<b>12 I-IV</b>	72,9	73,5	21	70,2	71,0	16	75,3	75,7	16	71,7	72,0	30	90,0	93,3	3	78,9
<b>13 I-IV</b>	72,5	73,3	21	68,4	69,7	17	75,0	75,6	11	72,1	72,6	30	91,7	91,9	0	78,0
<b>11 II</b>	74,7	75,8	17	70,8	72,7	20	79,8	79,6	9	73,1	74,2	21	89,1	91,9	-	81,6
<b>III</b>	73,3	73,4	20	69,6	70,7	20	74,8	73,5	16	73,3	73,5	22	90,1	90,0	6	80,7
<b>IV</b>	72,7	72,0	21	70,8	71,3	17	75,3	72,6	24	70,9	70,4	23	90,2	90,1	8	79,9
<b>12 I</b>	72,6	73,4	23	69,4	70,3	20	76,1	75,9	15	71,1	72,3	31	90,9	90,9	4	80,1
<b>II</b>	73,0	74,1	21	70,0	70,9	15	72,9	74,0	16	73,6	74,6	30	89,1	92,8	5	80,1
<b>III</b>	71,6	72,3	21	70,6	70,9	16	73,9	75,2	19	70,0	69,8	27	82,9	92,6	1	78,2
<b>IV</b>	74,3	74,1	21	70,9	71,7	13	78,2	77,8	14	72,0	71,2	31	96,9	96,9	1	77,2
<b>13 I</b>	69,4	70,6	24	66,4	67,0	16	69,0	71,2	19	69,3	70,5	34	92,6	92,5	-	77,6
<b>II</b>	73,1	74,4	21	68,7	70,9	18	77,9	78,9	11	71,6	72,6	29	93,5	93,2	1	77,5
<b>III</b>	73,9	73,7	20	69,3	69,5	18	77,6	77,1	4	73,1	72,9	30	92,7	92,9	1	78,3
<b>IV</b>	73,7	74,4	19	69,2	71,5	16	75,6	75,2	10	74,3	74,4	27	87,9	89,0	0	78,4

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA  
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES  
Porcentajes



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

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

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

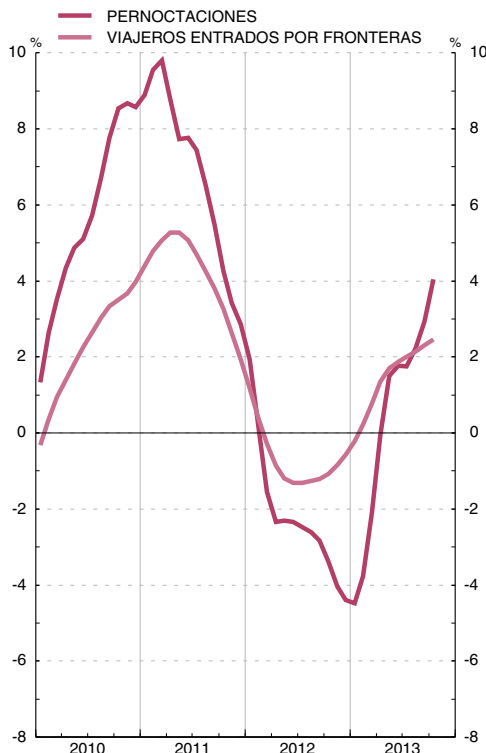
### 3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

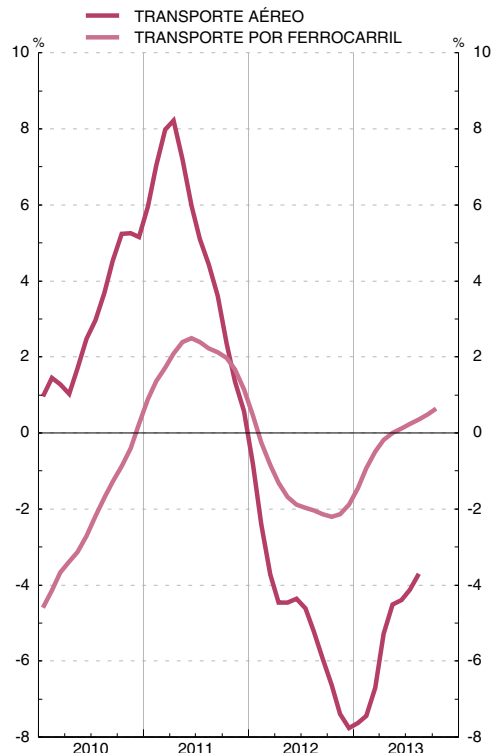
Tasas de variación interanual

	Viajeros alojados en hoteles (a)		Pernoctaciones efectuadas (a)		Viajeros entrados por fronteras			Transporte aéreo				Transporte marítimo		Transporte por ferrocarril	
	Total	Extranjeros	Total	Extranjeros	Total	Turistas	Excursionistas	Pasajeros			Mercancías	Pasajeros	Mercancías	Viajeros	Mercancías
								Total	En vuelos nacionales	En vuelos internacionales					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
10	5,7	10,6	5,5	7,6	2,0	1,0	3,4	3,0	1,3	4,1	15,8	3,2	4,6	-2,8	-3,0
11	3,8	10,6	6,4	12,7	5,8	6,6	4,7	6,1	-0,4	10,5	2,2	-3,4	5,8	2,6	7,9
12	-2,6	1,5	-1,9	2,3	-1,0	2,3	-5,3	-5,0	-12,5	-0,5	-4,9	-0,5	4,1	-1,9	-1,5
12 E-O	-2,4	1,6	-1,5	2,4	-1,1	2,6	-6,0	-4,2	-11,3	-0,2	-4,8	-0,4	6,3	-1,4	-1,4
13 E-O	0,3	3,1	1,2	3,5	1,9	4,8	-2,4	...	...	...	...	...	...	-1,0	...
12 Jul	-4,3	1,6	-1,5	3,8	0,2	3,6	-5,1	-2,5	-8,6	0,7	-4,2	-12,0	6,6	-2,2	-4,0
12 Ago	-3,5	0,7	-2,7	2,8	1,3	3,5	-1,4	-3,0	-10,1	0,6	-12,6	0,1	0,8	-1,0	-1,9
12 Sep	-1,8	5,4	-0,2	5,7	2,8	4,5	0,1	-3,5	-12,6	1,3	-4,3	-1,4	5,7	-5,8	-13,9
12 Oct	-5,4	-1,5	-3,5	0,5	-4,2	-2,5	-6,9	-7,1	-14,2	-3,3	-3,1	-1,7	4,2	-0,3	15,6
12 Nov	-2,7	1,9	-5,1	0,5	-0,0	0,2	-0,2	-9,9	-21,1	-1,7	-5,3	-1,7	-4,4	-5,0	-3,2
12 Dic	-5,7	-0,6	-5,1	1,7	-0,9	-1,3	-0,6	-10,3	-18,2	-4,5	-6,2	0,1	-6,4	-3,3	-0,5
13 Ene	-7,8	-2,3	-5,2	-0,4	-4,3	-2,6	-6,0	-9,1	-15,0	-5,2	-1,3	3,3	-6,2	-2,2	5,8
13 Feb	-8,7	-2,6	-7,7	-1,8	-3,0	-0,0	-6,3	-10,2	-17,8	-5,1	-7,3	5,7	-10,0	-2,7	-5,1
13 Mar	7,0	6,5	8,3	6,8	6,1	7,9	3,9	-5,8	-16,5	1,1	-8,0	20,7	-2,5	-3,7	-15,8
13 Abr	-11,6	-1,7	-11,0	-1,5	-0,3	3,1	-5,1	-7,8	-16,1	-3,3	4,8	-3,7	-5,1	-2,9	1,8
13 May	5,2	8,2	7,0	8,3	5,8	7,4	3,0	-1,8	-15,1	5,0	-6,1	10,8	1,6	1,1	-16,9
13 Jun	1,5	3,9	1,7	4,2	3,2	5,3	-0,7	-3,3	-16,0	2,9	-6,8	8,2	-10,1	0,1	-14,6
13 Jul	0,1	-0,2	0,5	1,4	1,1	2,9	-1,8	-4,5	-16,5	1,1	-3,6	0,3	-4,1	-1,4	-3,7
13 Ago	4,8	5,3	3,5	3,8	2,4	7,1	-3,4	-2,6	-16,0	3,5	8,3	27,7	2,4	2,2	-9,6
13 Sep	1,3	1,8	2,0	3,0	1,9	4,7	-2,7	-2,8	-14,6	2,5	-5,6	5,7	-0,3	-3,2	6,1
13 Oct	3,0	6,5	4,8	7,0	2,6	6,9	-4,4	...	...	...	...	...	...	2,9	...

TURISMO  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



TRANSPORTE  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: INE e Instituto de Estudios Turísticos (Estadística de Movimientos Turísticos en Frontera).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadros 14 y 15.

a. Información procedente de los directorios hoteleros. Desde enero de 2006, se ha ampliado el ámbito temporal de recogida de la información a todos los días del mes. Debido a distintas actualizaciones en los directorios de establecimientos hoteleros, no son directamente comparables los datos de distintos años. Existen coeficientes de enlace para los períodos: año 2005; junio 2009-mayo2010; julio 2010-julio 2011.

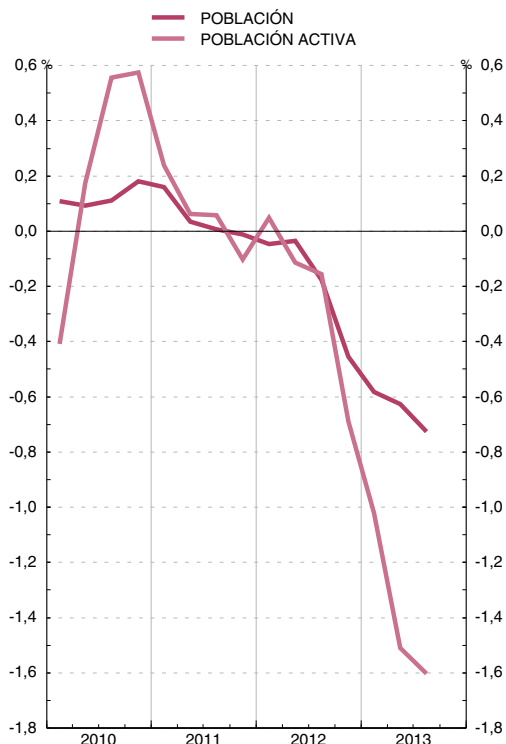
#### 4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

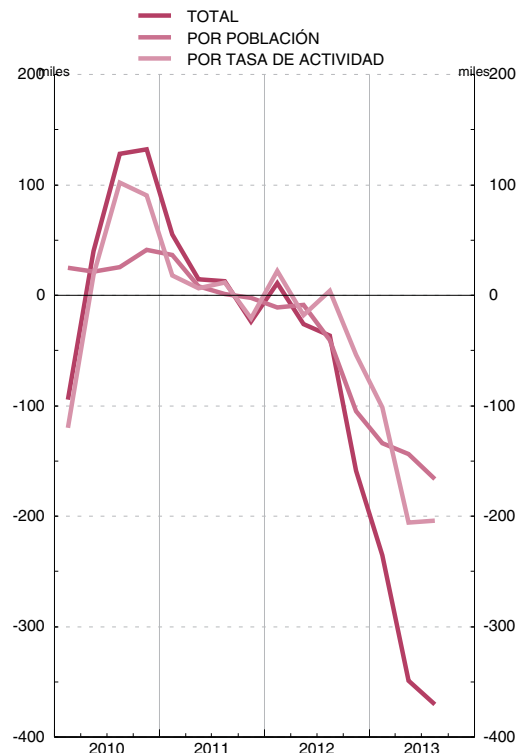
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

Población mayor de 16 años					Población activa					
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de actividad (%) (a)	Variación interanual (b)			1 T 4	
						Miles de personas (a)	Total (Miles de personas)	Por población (Miles de personas)		Por tasa de actividad (Miles de personas)
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
10	M	38 479	48	0,1	60,00	23 089	51	29	23	0,2
11	M	38 497	18	0,0	60,01	23 104	15	11	4	0,1
12	M	38 429	-69	-0,2	59,99	23 051	-53	-41	-11	-0,2
12 I-III	M	38 460	-33	-0,1	60,05	23 094	-51	-60	8	-0,1
13 I-III	M	38 212	-248	-0,6	59,60	22 776	-955	-444	-511	-1,4
11 I		38 512	61	0,2	59,88	23 062	55	37	18	0,2
II		38 481	13	0,0	60,12	23 137	14	8	6	0,1
III		38 488	2	0,0	60,11	23 135	13	1	12	0,1
IV		38 508	-4	-0,0	59,94	23 081	-24	-3	-21	-0,1
12 I		38 494	-18	-0,0	59,94	23 073	11	-11	22	0,0
II		38 467	-14	-0,0	60,08	23 110	-26	-8	-18	-0,1
III		38 420	-68	-0,2	60,12	23 098	-36	-41	4	-0,2
IV		38 333	-175	-0,5	59,80	22 922	-159	-105	-54	-0,7
13 I		38 270	-224	-0,6	59,68	22 837	-235	-134	-102	-1,0
II		38 226	-241	-0,6	59,54	22 761	-349	-143	-206	-1,5
III		38 141	-279	-0,7	59,59	22 728	-370	-166	-204	-1,6

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA  
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA  
Variaciones interanuales



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

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

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

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

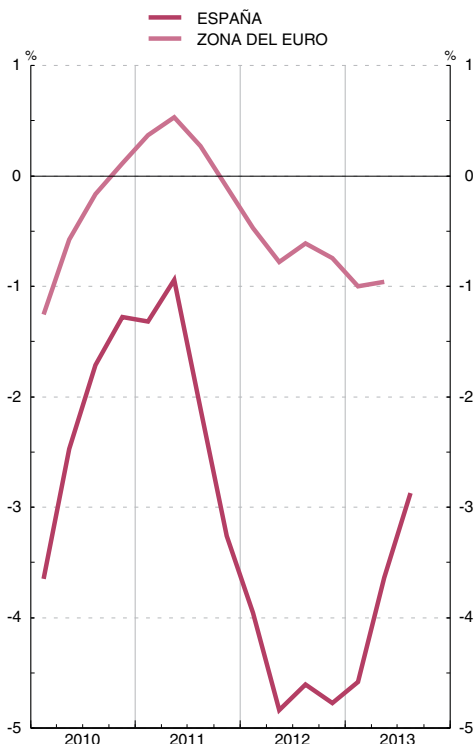
## 4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

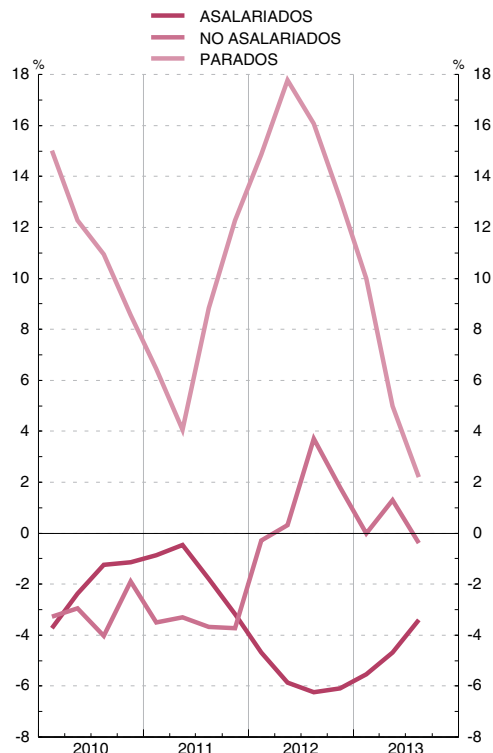
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados			Pro memoria: zona del euro		
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas (a)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	Ocupados 1 T 4	Tasa de paro (%)
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4						
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
10	M	18 457	-431	-2,3	15 347	-334	-2,1	3 110	-98	-3,0	4 632	483	11,6	20,07	-0,5	10,14
11	M	18 105	-352	-1,9	15 105	-241	-1,6	2 999	-110	-3,6	4 999	367	7,9	21,64	0,3	10,16
12	M	17 282	-823	-4,5	14 242	-864	-5,7	3 040	41	1,4	5 769	770	15,4	25,03	-0,7	11,37
12 I-III	M	17 390	-813	-4,5	14 347	-850	-5,6	3 043	37	1,2	5 704	796	16,2	24,70	-0,6	11,22
13 I-III	M	16 747	-643	-3,7	13 695	-652	-4,5	3 052	9	0,3	6 028	325	5,7	26,47	...	12,09
11 I		18 152	-243	-1,3	15 121	-133	-0,9	3 031	-110	-3,5	4 910	298	6,4	21,29	0,4	9,94
II		18 303	-174	-0,9	15 292	-71	-0,5	3 011	-103	-3,3	4 834	188	4,1	20,89	0,5	9,92
III		18 156	-391	-2,1	15 179	-277	-1,8	2 977	-114	-3,7	4 978	404	8,8	21,52	0,3	10,22
IV		17 808	-601	-3,3	14 829	-485	-3,2	2 978	-116	-3,7	5 274	577	12,3	22,85	-0,1	10,58
12 I		17 433	-719	-4,0	14 411	-710	-4,7	3 022	-9	-0,3	5 640	729	14,9	24,44	-0,5	10,88
II		17 417	-886	-4,8	14 397	-895	-5,9	3 020	9	0,3	5 693	859	17,8	24,63	-0,8	11,27
III		17 320	-836	-4,6	14 233	-946	-6,2	3 087	110	3,7	5 778	800	16,1	25,02	-0,6	11,52
IV		16 957	-850	-4,8	13 926	-904	-6,1	3 032	53	1,8	5 965	692	13,1	26,02	-0,7	11,80
13 I		16 635	-799	-4,6	13 613	-799	-5,5	3 022	-	-	6 203	563	10,0	27,16	-1,0	12,02
II		16 784	-634	-3,6	13 725	-673	-4,7	3 059	39	1,3	5 978	284	5,0	26,26	-1,0	12,08
III		16 823	-497	-2,9	13 748	-485	-3,4	3 076	-12	-0,4	5 905	127	2,2	25,98	...	12,16

OCUPADOS  
Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE  
Tasas de variación interanual



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

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

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

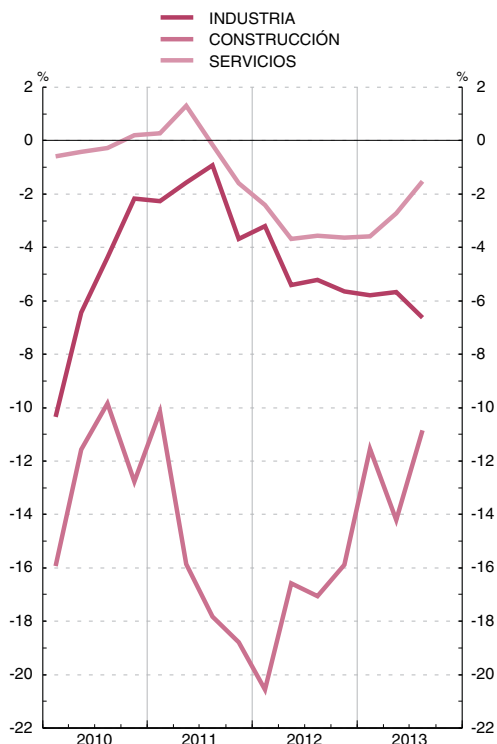
### 4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

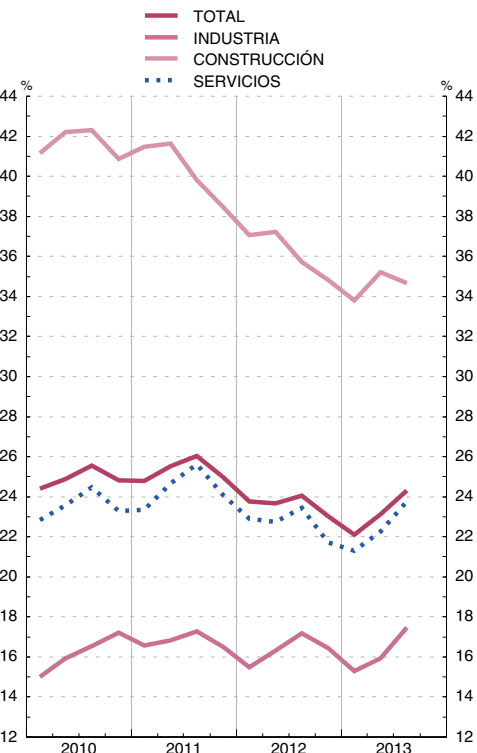
Tasas de variación interanual y porcentajes

		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria: Ocupados ramas no agrarias
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
10	M	-2,3	-2,1	24,9	0,9	5,4	59,1	-5,9	-5,2	16,2	-12,6	-14,9	41,6	-0,3	-0,1	23,5	-2,4
11	M	-1,9	-1,6	25,3	-4,1	-3,3	57,3	-2,1	-2,0	16,8	-15,6	-15,7	40,4	-0,0	0,1	24,4	-1,8
12	M	-4,5	-5,7	23,6	-0,9	-1,5	59,6	-4,9	-5,8	16,4	-17,6	-22,6	36,2	-3,3	-4,3	22,7	-4,7
12 I-III	M	-4,5	-5,6	23,8	-0,1	-1,1	58,1	-4,6	-5,9	16,3	-18,1	-23,2	36,7	-3,2	-4,0	23,0	-4,9
13 I-III	M	-3,7	-4,5	23,2	-1,8	-3,2	58,4	-6,0	-5,4	16,2	-12,2	-15,3	34,6	-2,6	-3,6	22,4	-2,9
11 I		-1,3	-0,9	24,8	-6,2	-4,6	59,1	-2,3	-1,1	16,6	-10,2	-9,0	41,5	0,3	0,2	23,4	-1,1
II		-0,9	-0,5	25,5	-4,8	-3,8	56,2	-1,6	-1,8	16,8	-15,9	-15,6	41,7	1,3	1,6	24,7	-0,8
III		-2,1	-1,8	26,0	-6,1	-8,4	54,2	-0,9	-0,5	17,3	-17,8	-18,5	39,8	-0,2	0,0	25,6	-1,9
IV		-3,3	-3,2	25,0	0,5	3,2	59,8	-3,7	-4,5	16,5	-18,8	-20,0	38,5	-1,6	-1,4	24,1	-3,4
12 I		-4,0	-4,7	23,8	-0,9	-3,2	60,4	-3,2	-4,6	15,5	-20,6	-26,0	37,0	-2,4	-2,6	22,9	-4,1
II		-4,8	-5,9	23,7	-1,2	-0,7	58,6	-5,4	-6,5	16,3	-16,6	-20,9	37,2	-3,7	-4,5	22,8	-5,0
III		-4,6	-6,2	24,0	1,8	1,0	55,4	-5,2	-6,6	17,2	-17,1	-22,4	35,7	-3,6	-5,0	23,4	-4,9
IV		-4,8	-6,1	23,0	-3,0	-2,6	64,0	-5,7	-5,7	16,5	-15,9	-20,8	34,8	-3,6	-5,1	21,7	-4,9
13 I		-4,6	-5,5	22,1	-6,8	-10,0	58,0	-5,8	-5,3	15,3	-11,5	-14,1	33,8	-3,6	-4,8	21,3	-4,5
II		-3,6	-4,7	23,1	3,9	4,0	59,4	-5,7	-4,8	15,9	-14,2	-18,5	35,2	-2,7	-3,9	22,3	-4,0
III		-2,9	-3,4	24,3	-2,1	-3,1	57,9	-6,6	-6,2	17,5	-10,8	-13,3	34,7	-1,5	-2,2	23,8	-2,9

OCUPADOS  
Tasas de variación interanual



RATIOS DE TEMPORALIDAD  
Porcentajes



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

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

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

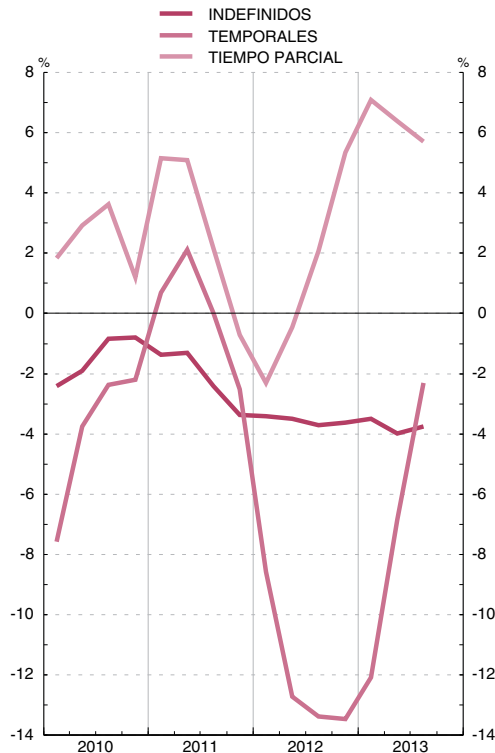
#### 4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

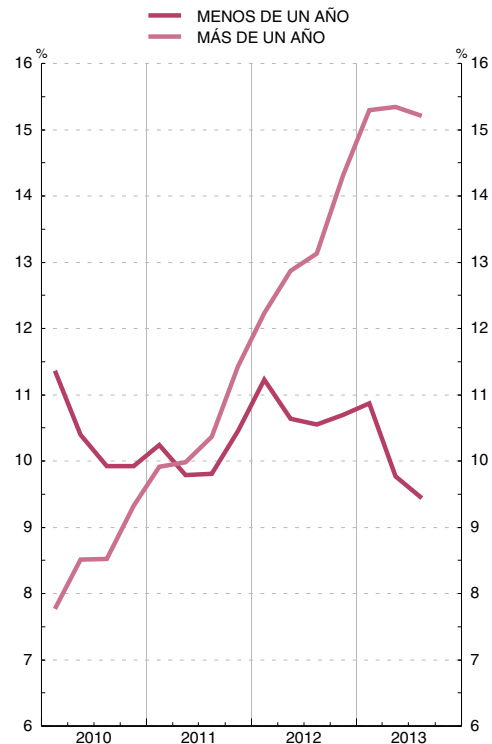
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Asalariados									Parados				
		Por tipo de contrato					Por duración de jornada				Por duración				
		Indefinido		Temporal			Tiempo completo		Tiempo parcial		Menos de un año		Más de un año		
		Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Ratio de temporalidad (%)	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	% sobre asalariados	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4	Tasa de paro (%) (a)	1 T 4
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
10	M	-175	-1,5	-159	-4,0	24,91	-384	-2,8	50	2,4	13,95	10,40	-11,9	8,53	66,7
11	M	-244	-2,1	3	0,1	25,33	-304	-2,3	63	2,9	14,59	10,07	-3,1	10,42	22,2
12	M	-402	-3,6	-461	-12,1	23,62	-888	-6,9	24	1,1	15,65	10,78	6,8	13,14	25,7
12 I-III	M	-402	-3,5	-449	-11,6	23,82	-990	-7,6	-6	-0,3	15,42	10,80	8,6	12,75	26,2
13 I-III	M	-410	-3,8	-242	-7,1	23,18	-609	-5,0	142	6,4	17,19	10,03	-8,5	15,28	18,2
11 I		-158	-1,4	26	0,7	24,77	-243	-1,8	110	5,2	14,84	10,24	-9,6	9,92	27,9
II		-152	-1,3	81	2,1	25,52	-182	-1,4	111	5,1	15,01	9,79	-5,8	9,98	17,4
III		-278	-2,4	1	0,0	26,02	-322	-2,4	45	2,2	13,96	9,80	-1,1	10,37	21,7
IV		-389	-3,4	-96	-2,5	24,98	-469	-3,6	-16	-0,7	14,56	10,45	5,2	11,43	22,4
12 I		-388	-3,4	-321	-8,6	23,76	-658	-5,1	-52	-2,3	15,21	11,22	9,6	12,23	23,4
II		-399	-3,5	-496	-12,7	23,66	-885	-6,8	-10	-0,4	15,87	10,64	8,6	12,87	28,8
III		-418	-3,7	-529	-13,4	24,04	-990	-7,6	44	2,1	15,20	10,55	7,5	13,14	26,5
IV		-404	-3,6	-499	-13,5	23,02	-1 019	-8,0	115	5,3	16,33	10,69	1,6	14,31	24,4
13 I		-385	-3,5	-414	-12,1	22,12	-954	-7,8	155	7,1	17,24	10,87	-4,1	15,30	23,8
II		-439	-4,0	-234	-6,9	23,12	-819	-6,8	146	6,4	17,71	9,77	-9,6	15,35	17,4
III		-406	-3,8	-79	-2,3	24,31	-609	-5,0	124	5,7	16,63	9,44	-12,0	15,21	13,9

ASALARIADOS  
Tasas de variación interanual



PARADOS  
Tasa de paro



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

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

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



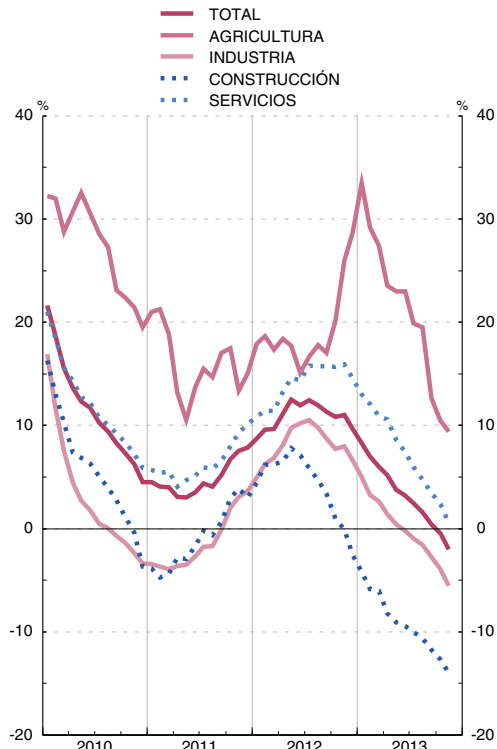
#### 4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

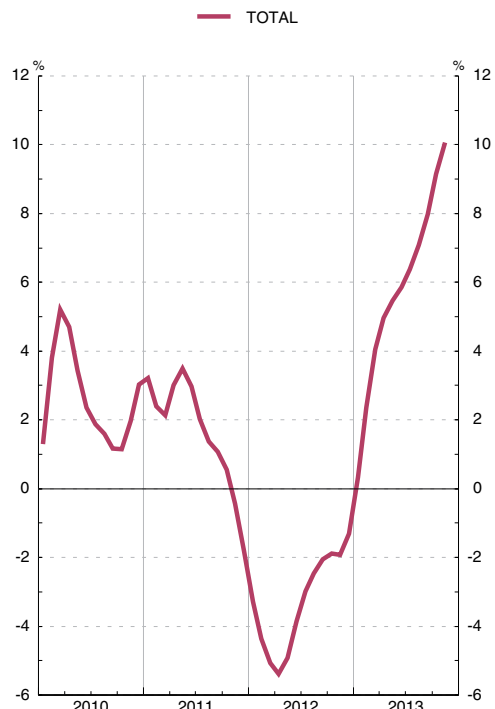
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos					Colocaciones		
		Total			Sin empleo anterior(a)	Anteriormente empleados (a)						Total		Porcentaje s/total			Total		
		Miles de personas 1	Variación interanual (Miles de personas) 2	1 T 12 3	1 T 12 4	1 T 12						Miles de personas 11	1 T 12 12	Indefinidos 13	Jornada parcial 14	De duración determinada 15	Miles de personas 16	1 T 12 17	
						Total	Agricultura	No agrícola			Total								Industria
		5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19			
10	M	4 061	417	11,4	35,1	9,9	27,4	9,4	3,1	5,7	12,1	1 201	2,8	8,55	29,26	91,45	1 191	2,3	
11	M	4 257	196	4,8	12,9	4,1	16,0	3,8	-1,3	-0,9	6,3	1 203	0,1	7,74	30,69	92,26	1 213	1,9	
12	M	4 720	463	10,9	3,4	11,6	19,3	11,3	8,1	4,2	14,1	1 187	-1,3	9,87	34,63	90,13	1 169	-3,7	
12	E-N	M	4 709	467	11,0	3,9	11,7	18,4	11,5	8,3	4,8	1 198	-0,6	10,10	34,84	89,90	1 177	-3,3	
13	E-N	M	4 858	150	3,2	-3,6	3,9	21,0	3,2	-0,2	-9,3	7,2	1 227	2,4	7,90	35,61	92,10	1 254	6,5
12	Oct		4 834	473	10,8	-2,1	12,1	20,1	11,8	7,8	1,0	1 427	10,2	9,15	38,08	90,85	1 469	10,2	
	Nov		4 908	487	11,0	-2,3	12,3	26,0	11,8	8,0	-0,1	1 152	-5,4	8,70	34,81	91,30	1 153	-4,4	
	Dic		4 849	426	9,6	-2,6	10,8	28,7	10,1	6,6	-2,6	1 059	-9,2	7,31	32,42	92,69	1 071	-8,1	
13	Ene		4 981	381	8,3	-5,4	9,5	33,5	8,6	5,0	-4,2	1 102	5,7	9,13	31,98	90,87	1 112	5,6	
	Feb		5 040	328	7,0	-6,9	8,3	29,2	7,4	3,3	-5,9	950	-4,1	9,64	33,86	90,36	962	-0,8	
	Mar		5 035	284	6,0	-8,3	7,3	27,4	6,5	2,6	-6,0	970	-8,1	10,11	35,80	89,89	989	-4,6	
	Abr		4 989	245	5,2	-7,9	6,4	23,6	5,7	1,4	-8,2	1 153	11,0	8,53	34,86	91,47	1 184	15,8	
	May		4 891	177	3,8	-7,6	4,8	23,0	4,1	0,4	-9,1	1 283	2,9	7,47	35,49	92,53	1 310	7,2	
	Jun		4 764	148	3,2	-4,5	3,9	23,0	3,2	-0,2	-9,5	1 277	-7,9	6,84	36,57	93,16	1 293	0,8	
	Jul		4 699	111	2,4	-1,3	2,8	19,9	2,1	-1,0	-10,0	1 507	-1,3	6,39	37,94	93,61	1 511	11,3	
	Ago		4 699	73	1,6	-0,5	1,8	19,5	1,1	-1,6	-10,6	1 043	-0,1	5,99	35,52	94,01	1 073	3,6	
	Sep		4 724	19	0,4	0,7	0,4	12,6	-0,1	-2,7	-11,7	1 392	9,3	7,69	37,38	92,31	1 482	9,7	
	Oct		4 811	-22	-0,5	1,1	-0,6	10,5	-1,1	-3,9	-12,7	1 582	10,9	7,55	37,40	92,45	1 627	10,8	
	Nov		4 809	-99	-2,0	0,6	-2,2	9,4	-2,7	-5,6	-14,0	1 241	7,8	7,57	34,92	92,43	1 252	8,6	

PARO REGISTRADO  
Tasas de variación interanual



COLOCACIONES  
(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



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

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

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

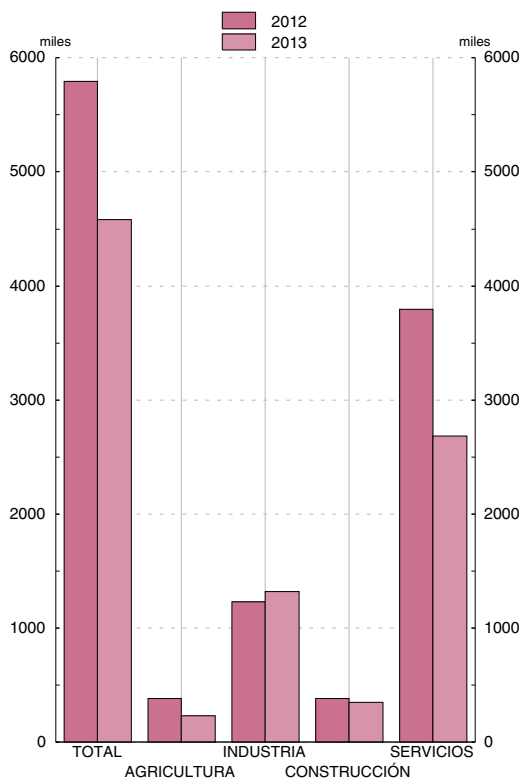
#### 4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

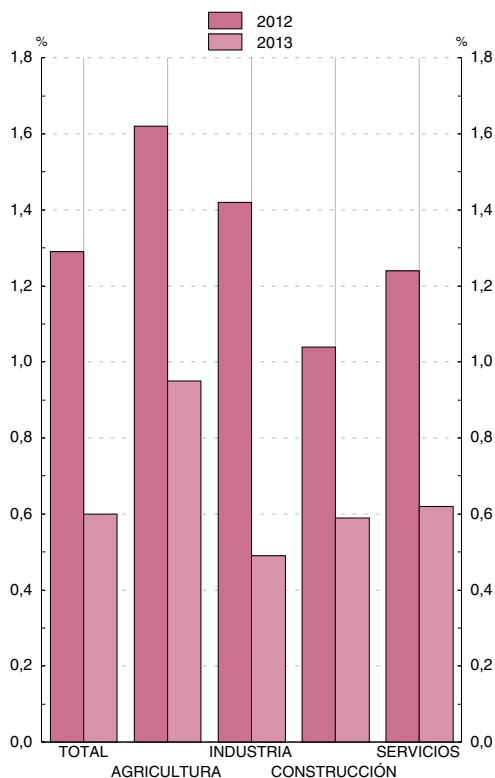
Miles de personas y porcentajes. Datos acumulados

	Según mes de inicio de efectos económicos		Según mes de registro														
	Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%) (a)(b)	Miles de trabajadores afectados							Incremento salarial medio pactado							
			Por revisados	Por firmados	Total	Variación inter-anual	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	Por revisados	Por firmados	Total	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
<b>10</b>	10 794	2,16	6 071	1 023	7 093	-1 583	557	1 699	1 084	3 753	1,32	1,20	1,30	1,35	1,08	1,49	1,34
<b>11</b>	10 663	1,98	5 110	1 157	6 267	-826	415	1 752	1 026	3 075	2,68	1,58	2,48	2,49	2,71	1,52	2,67
<b>12</b>	8 867	1,03	4 399	1 679	6 078	-189	392	1 323	417	3 947	1,54	0,69	1,31	1,81	1,41	1,07	1,25
<b>12 Jun</b>	8 693	1,03	2 525	386	2 911	-1 808	243	747	21	1 900	1,86	0,85	1,73	2,15	1,96	1,20	1,58
<b>Jul</b>	8 734	1,03	2 842	415	3 257	-1 747	243	784	83	2 147	1,66	0,85	1,56	2,15	1,73	1,05	1,44
<b>Ago</b>	8 735	1,03	2 970	646	3 615	-1 408	244	881	234	2 256	1,60	0,87	1,47	2,15	1,57	1,02	1,40
<b>Sep</b>	8 802	1,03	3 212	1 231	4 443	-679	273	1 062	270	2 838	1,53	0,70	1,30	2,09	1,44	1,04	1,19
<b>Oct</b>	8 847	1,03	3 273	1 560	4 834	-674	295	1 100	343	3 096	1,50	0,69	1,24	1,94	1,42	1,03	1,13
<b>Nov</b>	8 847	1,03	4 175	1 618	5 793	-271	384	1 232	381	3 797	1,52	0,69	1,29	1,62	1,42	1,04	1,24
<b>Dic</b>	8 867	1,03	4 399	1 679	6 078	-189	392	1 323	417	3 947	1,54	0,69	1,31	1,81	1,41	1,07	1,25
<b>13 Ene</b>	4 173	0,61	471	17	489	-751	0	35	-	453	0,34	1,04	0,37	-	0,71	...	0,34
<b>Feb</b>	4 175	0,61	776	25	800	-870	0	154	3	643	0,59	0,91	0,60	-	0,73	1,50	0,56
<b>Mar</b>	4 179	0,61	878	274	1 152	-952	12	410	6	724	0,69	0,10	0,55	2,83	0,31	1,37	0,64
<b>Abr</b>	4 190	0,61	1 041	383	1 424	-806	30	471	8	915	0,71	0,22	0,58	2,22	0,38	1,10	0,62
<b>May</b>	4 265	0,60	1 283	422	1 705	-1 000	46	589	65	1 005	0,76	0,23	0,63	1,44	0,48	0,67	0,68
<b>Jun</b>	4 267	0,60	1 416	661	2 076	-835	54	628	109	1 285	0,79	0,35	0,65	1,30	0,51	0,64	0,70
<b>Jul</b>	4 461	0,60	1 484	951	2 435	-822	89	814	149	1 384	0,79	0,42	0,65	0,98	0,54	0,60	0,69
<b>Ago</b>	4 467	0,60	2 117	1 275	3 392	-223	148	1 112	320	1 812	0,67	0,43	0,58	0,97	0,46	0,59	0,62
<b>Sep</b>	4 535	0,60	2 338	1 381	3 719	-724	148	1 203	334	2 035	0,64	0,42	0,56	0,97	0,47	0,59	0,58
<b>Oct</b>	4 580	0,60	2 563	1 645	4 209	-625	189	1 287	338	2 395	0,64	0,41	0,55	0,94	0,49	0,59	0,55
<b>Nov</b>	4 580	0,60	2 893	1 687	4 580	-1 214	229	1 320	349	2 682	0,70	0,42	0,60	0,95	0,49	0,59	0,62

TRABAJADORES AFECTADOS  
Enero - Noviembre



INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO  
Enero - Noviembre



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

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

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

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

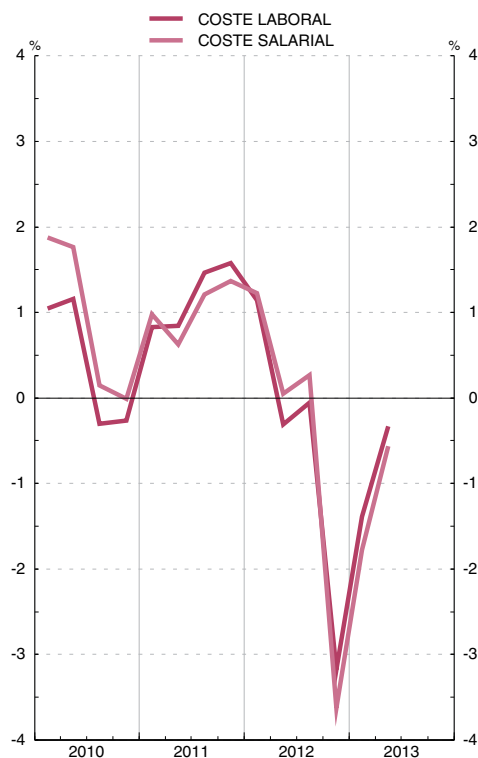
#### 4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

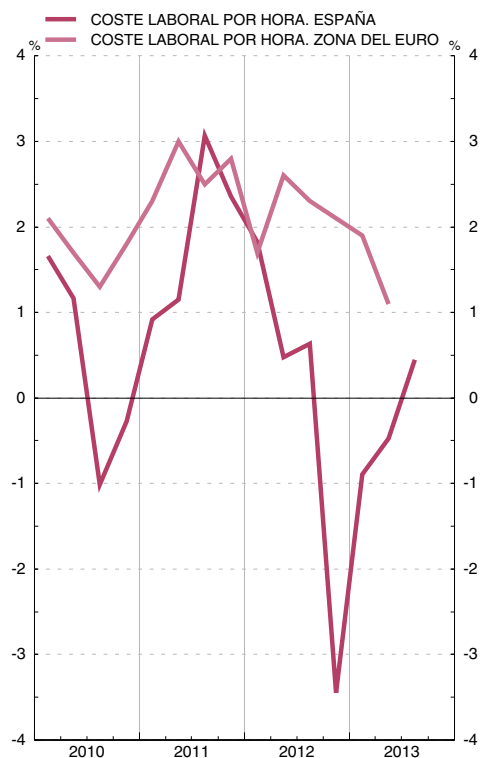
Tasas de variación interanual

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

POR TRABAJADOR Y MES  
Tasas de variación interanual



POR HORA EFECTIVA  
Tasas de variación interanual



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

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

a. Corregido de efecto calendario.

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

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

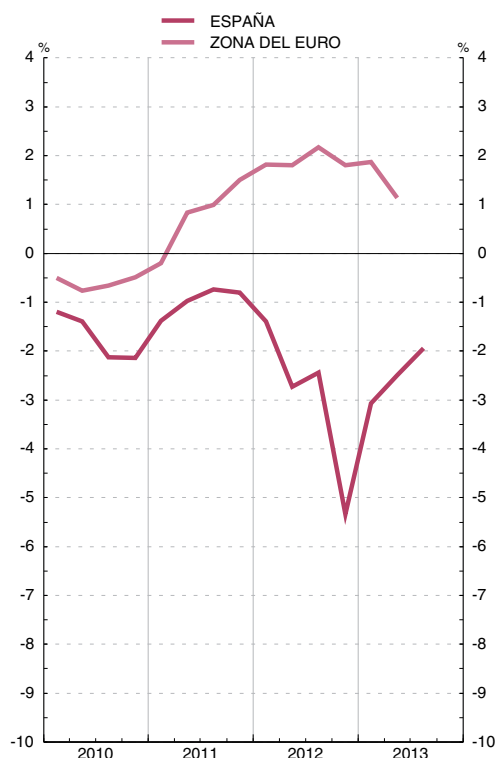
#### 4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

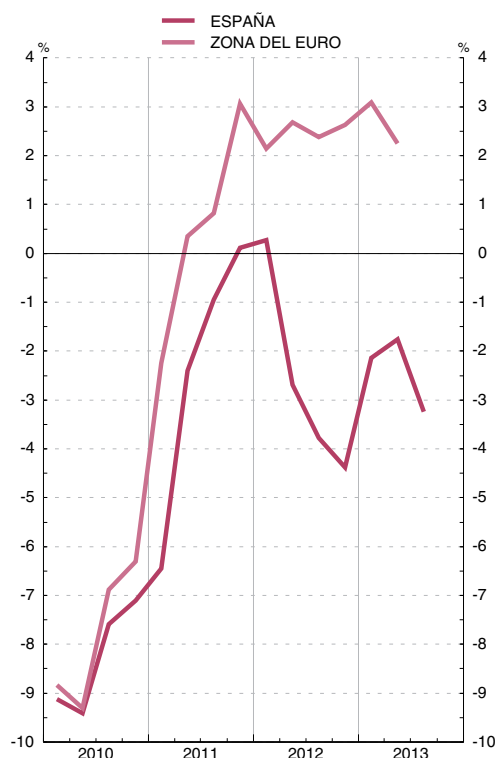
Tasas de variación interanual

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

COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL  
Tasas de variación interanual



COSTES LABORALES UNITARIOS: INDUSTRIA  
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008) y BCE.

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

b. Empleo equivalente a tiempo completo.

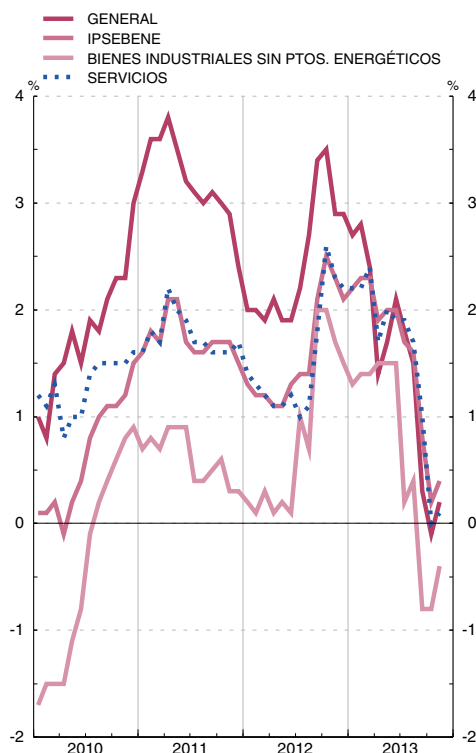
## 5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2011 = 100

■ Serie representada gráficamente.

Índices y tasas de variación interanual

Índice general (100%)					Tasa de variación interanual (T <sub>12</sub> <sup>1</sup> )							Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2005)	
	Serie original	m <sub>1</sub> <sup>1</sup> (a)	T <sub>12</sub> <sup>1</sup> (b)	s/T <sub>dic</sub> <sup>1</sup> (c)	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
10	M	96,9	—	1,8	3,0	0,0	1,0	-0,4	12,6	1,3	0,6	100,8	6,2
11	M	100,0	—	3,2	2,4	1,8	3,8	0,6	15,8	1,8	1,7	101,5	0,7
12	M	102,4	—	2,5	2,9	2,3	3,0	0,8	8,9	1,5	1,6	111,6	9,9
12 E-N	M	102,3	0,3	2,4	0,9	2,1	3,0	0,8	9,0	1,5	1,5	110,2	8,3
13 E-N	M	103,8	0,0	1,5	-0,5	3,8	3,2	0,7	0,1	1,6	1,6	...	...
12 Ago		102,5	0,6	2,7	1,1	2,7	3,2	0,7	11,9	1,1	1,4	105,8	14,7
Sep		103,5	1,0	3,4	2,1	2,8	2,9	2,0	13,4	1,8	2,1	118,5	15,4
Oct		104,4	0,8	3,5	2,9	2,7	3,0	2,0	11,2	2,6	2,5	124,8	20,6
Nov		104,2	-0,1	2,9	2,8	3,3	3,1	1,7	7,5	2,3	2,3	119,7	17,8
Dic		104,3	0,1	2,9	2,9	3,9	3,1	1,5	7,6	2,2	2,1	120,3	20,0
13 Ene		103,0	-1,3	2,7	-1,3	4,3	3,6	1,3	5,3	2,2	2,2	114,3	15,5
Feb		103,1	0,2	2,8	-1,1	3,1	3,6	1,4	5,9	2,2	2,3	114,5	7,4
Mar		103,5	0,4	2,4	-0,8	2,5	3,6	1,4	3,2	2,4	2,3	119,2	7,5
Abr		103,9	0,4	1,4	-0,4	2,7	3,1	1,5	-2,5	1,7	1,9	116,8	7,6
May		104,1	0,2	1,7	-0,2	4,9	2,9	1,5	-1,8	2,0	2,0	123,7	13,5
Jun		104,2	0,1	2,1	-0,1	5,3	3,0	1,5	1,0	1,9	2,0	120,0	9,0
Jul		103,7	-0,5	1,8	-0,6	7,4	3,4	0,2	-0,4	1,9	1,7	107,2	7,0
Ago		104,0	0,3	1,5	-0,3	7,6	3,3	0,4	-2,2	1,7	1,6	...	...
Sep		103,8	-0,2	0,3	-0,4	2,8	3,0	-0,8	-3,7	1,0	0,8	...	...
Oct		104,3	0,4	-0,1	-	0,9	2,7	-0,8	-2,7	-	0,2	...	...
Nov		104,5	0,2	0,2	0,2	0,4	2,5	-0,4	-0,7	0,1	0,4	...	...

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



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES  
Tasas de variación interanual



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

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

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

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

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

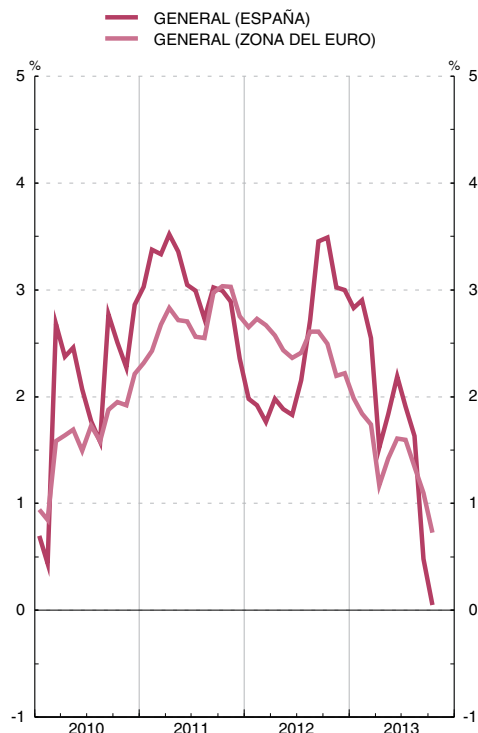
## 5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

■ Serie representada gráficamente.

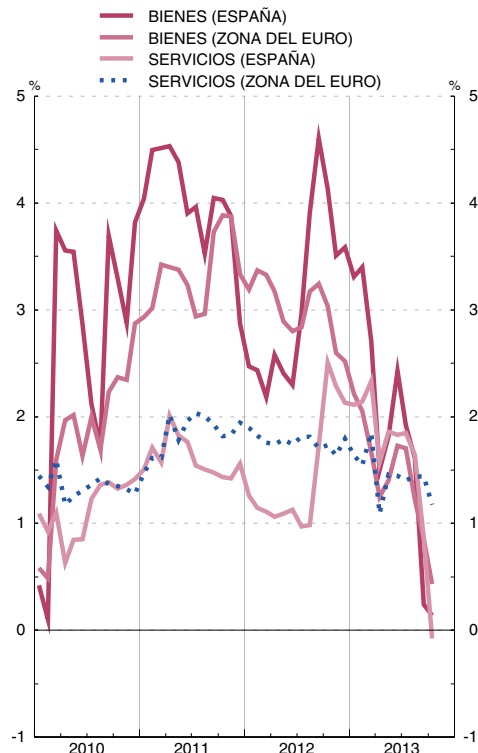
Tasas de variación interanual

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

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



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



FUENTE: Eurostat.

a. Desde enero de 2011 se han incorporado las normas del Reglamento CE Nº330/2009 de la Comisión Europea sobre el tratamiento de los productos estacionales, lo que provoca una ruptura de las series. Las series construidas con la nueva metodología sólo están disponibles desde enero de 2010. Las tasas interanuales aquí presentadas para 2010 son las difundidas por Eurostat, construidas haciendo uso de la serie con la nueva metodología para 2010 y de la serie con la antigua para 2009. De esta forma, esas tasas ofrecen una visión distorsionada al comparar índices de precios con dos metodologías diferentes. Las tasas interanuales del IAPC en 2010 calculadas de modo coherente haciendo uso solamente de la metodología anterior y que por tanto son homogéneas, son las siguientes: Ene:1,1; Feb:0,9; Mar:1,5; Abr:1,6; May:1,8; Jun:1,5; Jul:1,9; Ago:1,8; Sep:2,1; Oct:2,3; Nov:2,2; Dic:2,9. Pueden consultarse notas metodológicas más detalladas en la página de Eurostat en la Red ([www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int))

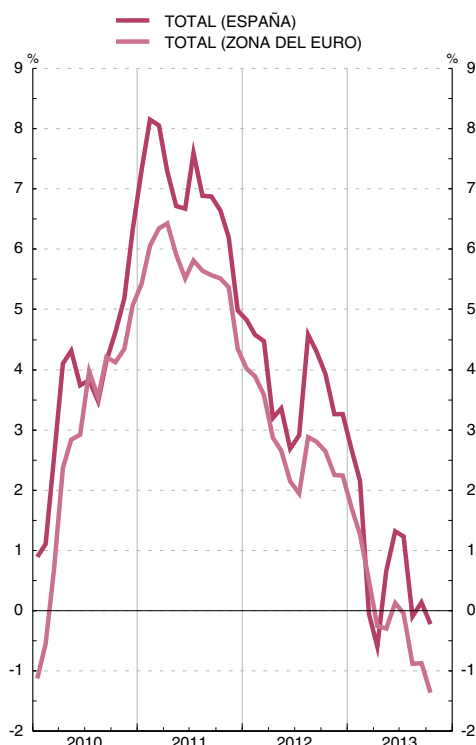
### 5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2010 = 100

■ Serie representada gráficamente.

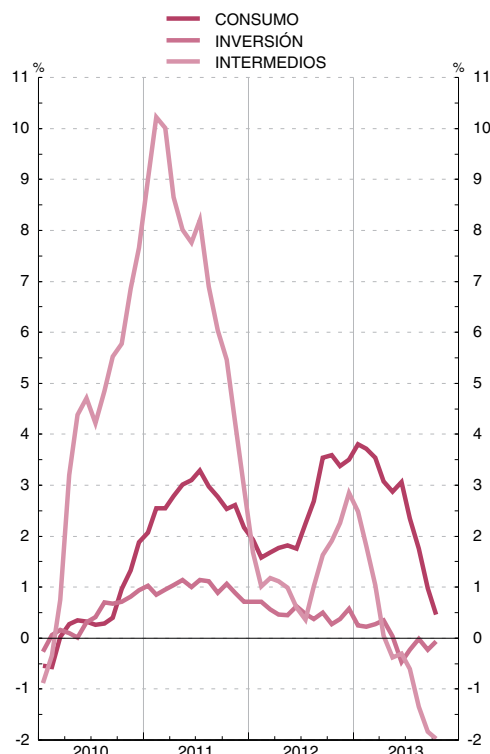
Tasas de variación interanual

		General			Bienes de consumo		Bienes de equipo		Bienes intermedios		Energía		Pro memoria: zona del euro					
		Serie original	m <sub>1</sub> <sup>1</sup> (a)	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	m <sub>1</sub> <sup>1</sup> (a)	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	m <sub>1</sub> <sup>1</sup> (a)	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	m <sub>1</sub> <sup>1</sup> (a)	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	m <sub>1</sub> <sup>1</sup> (a)	T <sub>12</sub> <sup>1</sup>	Total	Bienes de consumo	Bienes de inversión	Bienes Intermedios	Energía	
																		T <sub>12</sub> <sup>1</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16			
10	M	100,0	—	3,7	—	0,4	—	0,4	—	3,9	—	10,2	2,7	0,4	0,3	3,6	5,6	
11	M	106,9	—	6,9	—	2,7	—	1,0	—	7,2	—	15,3	5,7	3,3	1,5	5,9	10,7	
12	M	111,0	—	3,8	—	2,5	—	0,5	—	1,4	—	9,7	2,8	2,5	1,0	0,8	6,2	
12	E-O	M	110,9	—	3,9	—	2,3	—	0,5	—	1,1	—	10,6	2,9	2,5	1,1	0,6	6,7
13	E-O	MP	111,7	—	0,7	—	2,5	—	0,0	—	-0,1	—	0,0	-0,0	1,8	0,6	-0,4	-1,4
12	Jul		110,8	1,0	2,9	0,7	2,2	-0,0	0,5	-0,1	0,4	3,0	1,9	2,1	1,0	-0,3	4,4	
	Ago		112,2	1,2	4,6	0,6	2,7	-0,0	0,4	0,5	1,0	3,3	2,9	2,4	0,9	0,2	7,1	
	Sep		112,1	-0,1	4,3	0,8	3,5	0,1	0,5	0,4	1,6	-1,5	10,1	2,8	2,6	0,8	6,1	
	Oct		111,9	-0,2	3,9	0,0	3,6	-0,1	0,3	-0,1	1,9	-0,6	8,4	2,6	2,6	0,8	1,2	4,9
	Nov		111,3	-0,5	3,3	-0,0	3,4	0,0	0,4	-0,2	2,3	-1,7	5,6	2,3	2,5	0,8	1,3	3,7
	Dic		111,3	0,0	3,3	0,1	3,5	0,0	0,6	0,2	2,9	-0,3	4,8	2,2	0,8	1,5	3,5	
13	Ene		112,6	1,2	2,7	0,5	3,8	-0,1	0,2	0,3	2,5	3,6	1,7	2,4	0,8	1,2	2,0	
	Feb		112,9	0,2	2,2	0,1	3,7	0,0	0,2	0,1	1,8	0,6	1,3	2,1	0,8	0,8	1,4	
	Mar		111,2	-1,5	-0,1	0,1	3,5	0,0	0,3	-0,1	1,0	-5,3	0,5	2,0	0,7	0,3	-0,6	
	Abr		109,9	-1,2	-0,6	-0,1	3,1	0,1	0,3	-0,5	0,0	-3,9	-5,7	-0,3	1,8	0,6	-0,3	-2,3
	May		111,1	1,2	0,7	-0,0	2,9	-0,3	0,0	-0,3	-0,4	5,1	-0,3	1,9	0,6	-0,6	-2,2	
	Jun		111,2	0,0	1,3	0,2	3,1	-0,3	-0,5	-0,4	-0,3	0,5	0,1	2,0	0,5	-0,5	-1,0	
	Jul		112,2	0,9	1,2	-0,0	2,3	0,2	-0,2	-0,4	-0,6	3,8	2,8	2,0	0,5	-0,5	-1,4	
	Ago	P	112,1	-0,1	-0,1	0,0	1,8	0,2	-0,0	-0,3	-1,3	-0,2	-0,6	1,8	0,5	-1,0	-3,4	
	Sep	P	112,3	0,2	0,1	0,1	1,0	-0,2	-0,2	-0,1	-1,8	0,7	1,7	-0,9	1,5	0,6	-1,6	-2,7
	Oct	P	111,6	-0,6	-0,2	-0,5	0,5	0,1	-0,1	-0,3	-2,0	-1,3	0,9	-1,4	1,0	0,5	-1,8	-3,6

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.

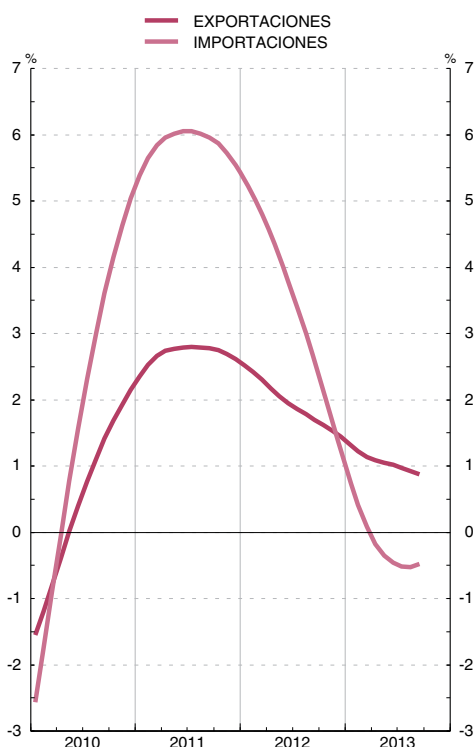
#### 5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

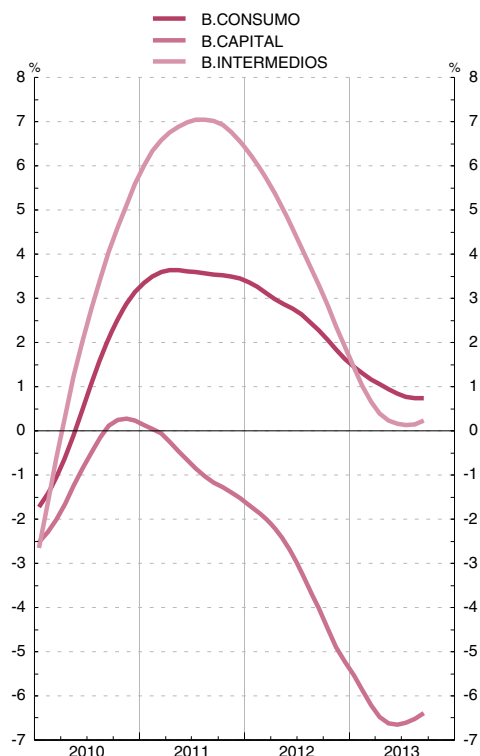
Tasas de variación interanual

	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	
<b>10</b>	1,6	3,1	-5,2	1,8	16,8	0,9	4,7	1,7	2,4	6,2	25,8	0,5
<b>11</b>	4,9	3,9	1,5	6,0	30,2	3,5	8,5	5,5	-0,8	10,6	25,6	5,2
<b>12</b>	2,1	5,7	7,0	-0,4	3,1	-0,7	4,6	3,4	-2,1	5,7	10,0	2,3
<b>12 E-S</b>	2,0	5,0	7,5	-0,2	2,9	-0,9	5,5	4,3	0,8	6,3	11,7	2,3
<b>13 E-S</b>	0,2	1,7	-5,2	0,1	-4,3	0,5	-4,2	-0,7	-10,1	-4,6	-8,7	-2,4
<b>12 Abr</b>	-0,4	3,1	1,9	-2,6	-0,1	-2,5	4,0	-0,2	0,0	5,6	10,9	1,6
<i>May</i>	2,1	4,4	2,5	1,1	3,6	0,9	7,0	0,6	6,9	9,0	10,6	6,9
<i>Jun</i>	0,5	6,4	5,3	-3,3	-3,8	-3,4	4,6	6,9	2,7	4,2	5,7	2,5
<i>Jul</i>	-0,1	3,5	1,8	-2,2	0,9	-3,1	1,0	6,1	-4,1	-0,0	3,0	-1,7
<i>Ago</i>	2,1	6,3	7,3	-0,1	7,6	-0,7	5,8	4,3	-4,7	7,1	15,6	-0,9
<i>Sep</i>	3,3	5,1	13,3	1,7	6,6	0,8	5,5	4,8	7,1	5,4	11,7	1,4
<i>Oct</i>	0,0	5,4	3,9	-3,1	5,9	-1,8	4,6	4,4	-10,0	6,0	10,2	2,8
<i>Nov</i>	2,1	7,5	10,9	-2,1	-1,7	1,1	-1,3	-0,7	-15,1	-0,2	1,9	-1,3
<i>Dic</i>	4,4	10,0	1,1	1,7	6,9	-0,2	2,5	-1,7	-8,1	5,3	3,1	5,5
<b>13 Ene</b>	2,4	5,2	-7,2	2,3	-4,0	3,1	-0,9	-0,4	2,6	-1,4	-4,3	-1,1
<i>Feb</i>	-2,4	-0,8	-11,6	-1,7	1,6	-0,7	-3,8	0,9	-6,4	-4,9	-6,6	-2,3
<i>Mar</i>	-3,4	-0,4	-4,7	-4,6	-10,8	-3,7	-5,0	-2,8	-10,8	-5,2	-8,3	-3,3
<i>Abr</i>	1,9	3,4	-6,4	2,7	1,4	2,4	-6,6	0,8	-18,5	-7,5	-9,7	-6,3
<i>May</i>	-0,3	2,7	-3,4	-1,6	-9,0	-2,0	-5,8	4,3	-15,1	-7,8	-22,5	-2,6
<i>Jun</i>	2,8	4,4	0,6	2,4	-9,2	2,9	-2,8	-3,9	-14,2	-1,3	-3,0	0,0
<i>Jul</i>	1,4	0,4	-5,2	2,9	0,8	3,8	-2,3	-4,0	-6,4	-1,4	-5,8	-0,2
<i>Ago</i>	1,9	3,8	-3,3	1,1	-3,1	0,7	-6,4	-1,7	-12,2	-7,5	-10,6	-4,5
<i>Sep</i>	-2,8	-3,2	-6,1	-2,6	-5,8	-1,8	-3,7	0,3	-9,9	-4,3	-6,8	-1,2

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



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



FUENTES: ME, 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).



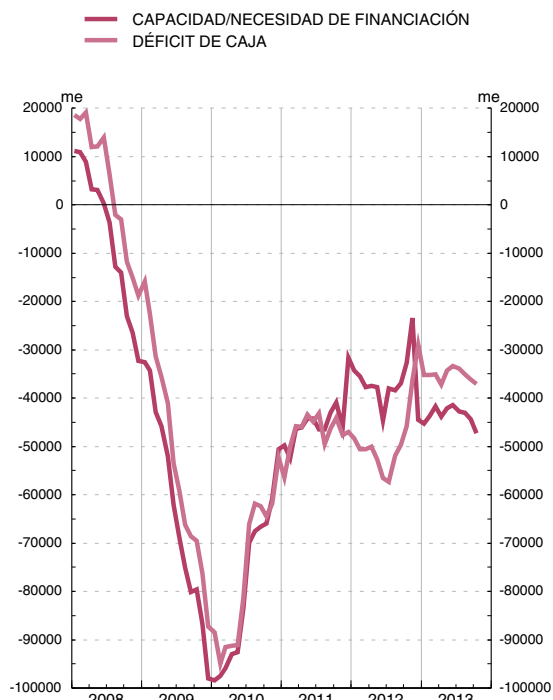
## 6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

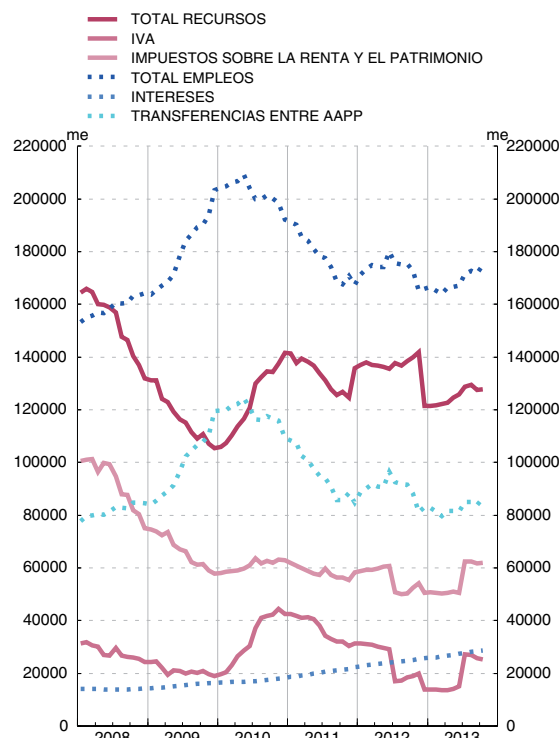
Millones de euros

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: déficit de caja		
		Total	Impuesto sobre el valor añadido (IVA)	Otros impuestos sobre los productos y sobre importaciones excepto IVA	Intereses y otras rentas de la propiedad	Impuestos sobre la renta y el patrimonio	Resto	Total	Remuneración de asalariados	Intereses	Transferencias corrientes y de capital entre Administraciones Públicas	Ayudas a la inversión y otras transferencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingresos líquidos	Pagos líquidos
<b>08</b>	-32 325	131 816	24 277	12 715	6 920	75 083	12 821	164 141	19 179	14 224	84 534	5 168	41 036	-18 747	129 336	148 082
<b>09</b>	-98 063	105 382	18 919	11 586	7 989	57 917	8 971	203 445	20 176	16 392	119 611	4 551	42 715	-87 281	102 038	189 319
<b>10</b>	-50 591	141 603	42 612	11 800	7 450	62 990	16 751	192 194	20 479	18 190	109 317	2 965	41 243	-52 235	127 337	179 572
<b>11</b>	P -31 569	135 912	31 331	8 018	7 064	58 342	31 157	167 481	20 081	22 432	84 863	2 957	37 148	-46 950	104 145	151 095
<b>12</b>	P -44 482	121 465	13 798	5 651	7 561	50 485	43 970	165 947	19 115	25 634	83 187	2 026	35 985	-29 013	123 344	152 357
<b>12 E-O</b>	P -34 345	96 915	12 425	4 166	3 382	38 489	38 453	131 260	15 642	20 596	68 303	593	26 126	-25 560	101 853	127 413
<b>13 E-O</b>	A -37 060	103 217	23 974	8 421	6 140	49 851	14 831	140 277	15 206	23 725	71 670	1 364	28 312	-33 554	101 880	135 434
<b>12 Oct</b>	P 2 564	13 511	2 009	758	169	9 329	1 246	10 947	1 446	2 152	4 848	92	2 409	9 093	21 768	12 675
<b>Nov</b>	P -2 548	8 287	1 170	908	-129	4 725	1 613	10 835	1 549	2 303	4 546	79	2 358	-2 178	6 464	8 642
<b>Dic</b>	P -7 589	16 263	203	577	4 308	7 271	3 904	23 852	1 924	2 735	10 338	1 354	7 501	-1 275	15 027	16 301
<b>13 Ene</b>	A -6 949	7 329	2 579	711	288	2 827	924	14 278	1 409	2 363	7 557	6	2 943	-15 252	5 789	21 041
<b>Feb</b>	A -7 488	7 089	2 973	483	263	2 359	1 011	14 577	1 413	2 118	7 256	60	3 730	-160	11 660	11 820
<b>Mar</b>	A 3 302	15 388	5 205	387	2 001	6 333	1 462	12 086	1 384	2 389	5 515	217	2 581	-3 430	6 694	10 124
<b>Abr</b>	A -6 619	8 088	463	665	579	5 090	1 291	14 707	1 460	2 347	8 189	147	2 564	1 437	16 505	15 068
<b>May</b>	A -8 941	3 680	453	1 015	495	451	1 266	12 621	1 393	2 412	6 180	147	2 489	-7 679	2 136	9 815
<b>Jun</b>	A -5 813	14 545	5 056	1 030	340	6 016	2 103	20 358	2 506	2 391	11 857	132	3 472	-12 266	2 789	15 055
<b>Jul</b>	A -5 128	11 827	132	1 624	363	7 142	2 566	16 955	1 502	2 469	10 231	133	2 620	1 575	22 136	20 561
<b>Ago</b>	A -2 458	8 045	462	653	721	4 570	1 639	10 503	1 392	2 424	3 581	167	2 939	-9 412	-1 096	8 315
<b>Sep</b>	A 3 342	13 438	5 167	1 106	395	5 531	1 239	10 096	1 336	2 357	3 817	226	2 360	3 426	12 562	9 136
<b>Oct</b>	A -308	13 788	1 484	747	695	9 532	1 330	14 096	1 411	2 455	7 487	129	2 614	8 206	22 706	14 500

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



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



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

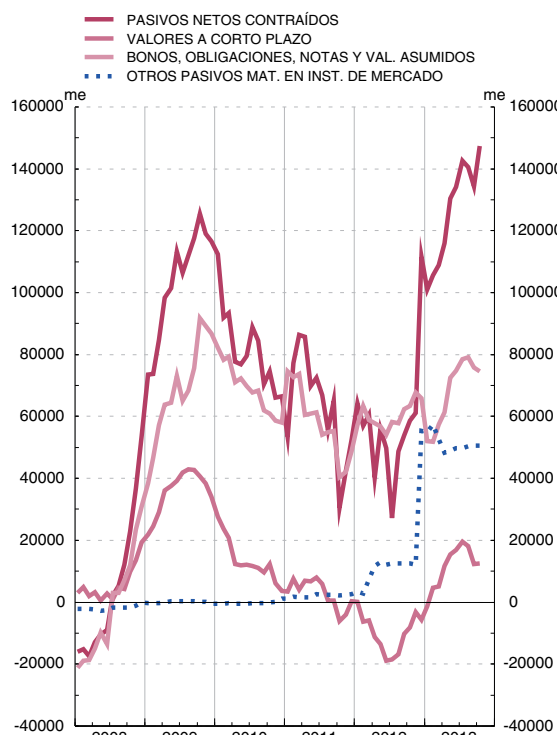
## 6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

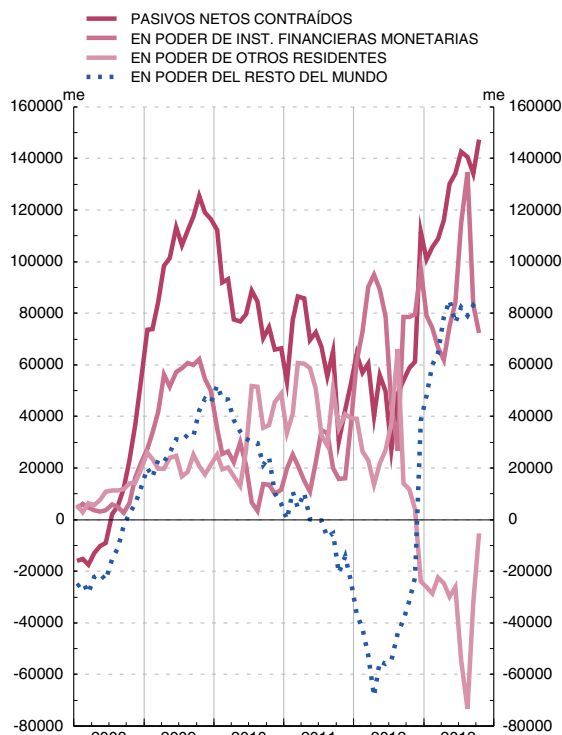
Millones de euros

	Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Adquisiciones netas de activos financieros		Pasivos netos contraídos										Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)	
		Total	Del cual Depósitos en el Banco de España	Del cual		Por instrumentos					Por sectores de contrapartida				
				Total	En monedas distintas de la peseta/ euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (a)	Otras cuentas pendientes de pago	En poder de sectores residentes		Resto del mundo		
											Total	Instituciones financieras monetarias			Otros sectores residentes
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>08</b>	-32 325	21 401	4 337	53 726	1 227	19 355	30 974	-520	-40	3 957	41 494	21 983	19 511	12 232	49 770
<b>09</b>	-98 063	18 509	-4 197	116 572	1 524	34 043	86 807	-535	-510	-3 233	71 270	49 997	21 274	45 302	119 805
<b>10</b>	-50 591	15 926	-5	66 517	-726	3 616	57 958	-544	1 145	4 341	60 357	11 622	48 735	6 161	62 176
<b>11</b>	P -31 569	21 149	-75	52 718	-1 442	312	48 941	-537	2 584	1 418	76 734	37 411	39 323	-24 016	51 300
<b>12</b>	P -44 482	67 148	2 275	111 630	-2 704	-5 749	65 832	-542	55 412	-3 324	73 221	97 138	-23 916	38 408	114 954
<b>12 E-O</b>	P -34 345	-7 728	-125	26 617	-2 717	-10 505	39 923	-542	11 314	-13 573	47 885	51 216	-3 332	-21 268	40 190
<b>13 E-O</b>	A -37 060	25 240	-300	62 300	-38	7 829	48 710	-876	6 380	257	41 806	26 435	15 371	20 494	62 043
<b>12 Oct</b>	P 2 564	-6 450	-0	-9 014	0	463	-6 796	-	-11	-2 669	-10 914	-539	-10 375	1 900	-6 345
<b>Nov</b>	P -2 548	14 580	4 400	17 128	7	5 206	14 493	-	-10	-2 562	6 397	2 952	3 445	10 731	19 690
<b>Dic</b>	P -7 589	60 296	-1 999	67 885	7	-450	11 416	-	44 109	12 810	18 940	42 970	-24 030	48 945	55 074
<b>13 Ene</b>	A -6 949	-7 869	-1 910	-920	6	3 401	-958	-	247	-3 610	-765	5 256	-6 022	-154	2 690
<b>Feb</b>	A -7 488	7 753	-490	15 241	1 501	1 523	14 061	-	2 315	-2 659	5 211	9 108	-3 897	10 030	17 900
<b>Mar</b>	A 3 302	15 818	100	12 516	7	-1 627	14 589	-	-31	-414	20 251	12 615	7 636	-7 735	12 930
<b>Abr</b>	A -6 619	-10 992	-99	-4 373	-11	1 096	-7 055	-876	2	2 460	-4 346	-2 254	-2 092	-26	-6 832
<b>May</b>	A -8 941	12 496	-1	21 437	7	1 800	18 563	-	1 903	-830	13 421	12 019	1 402	8 016	22 266
<b>Jun</b>	A -5 813	2 424	-1	8 237	-1 550	-1 338	8 746	-	869	-40	16 948	9 524	7 424	-8 711	8 277
<b>Jul</b>	A -5 128	-9 143	135	-4 015	2	3 485	-7 735	-	348	-114	-9 748	-6 518	-3 230	5 733	-3 901
<b>Ago</b>	A -2 458	412	-134	2 870	2	-2 850	6 095	-	640	-1 014	95	-1 995	2 090	2 775	3 885
<b>Sep</b>	A 3 342	10 616	2 901	7 274	2	1 525	10 429	-	111	-4 792	-4 359	117	-4 476	11 633	12 066
<b>Oct</b>	A -308	3 725	-800	4 033	-3	813	-8 027	-	-24	11 271	5 099	-11 437	16 536	-1 066	-7 238

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



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



FUENTE: BE.

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

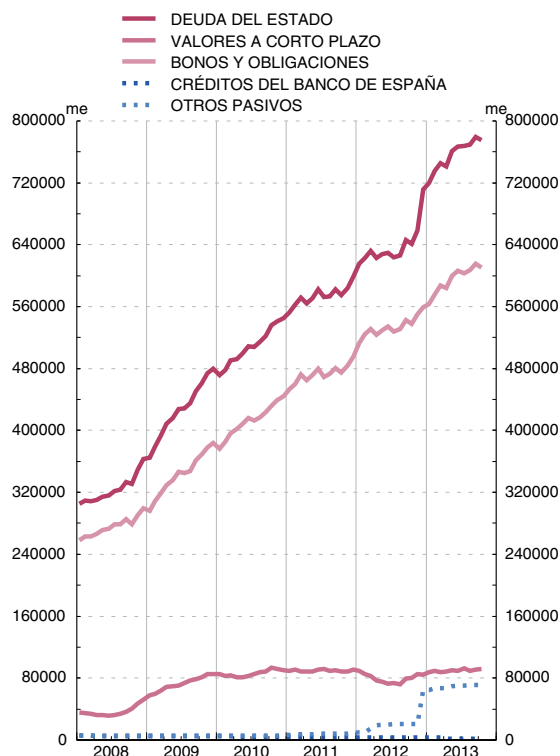
### 6.3. ESTADO. DEUDA SEGÚN EL PROTOCOLO DE DÉFICIT EXCESIVO. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

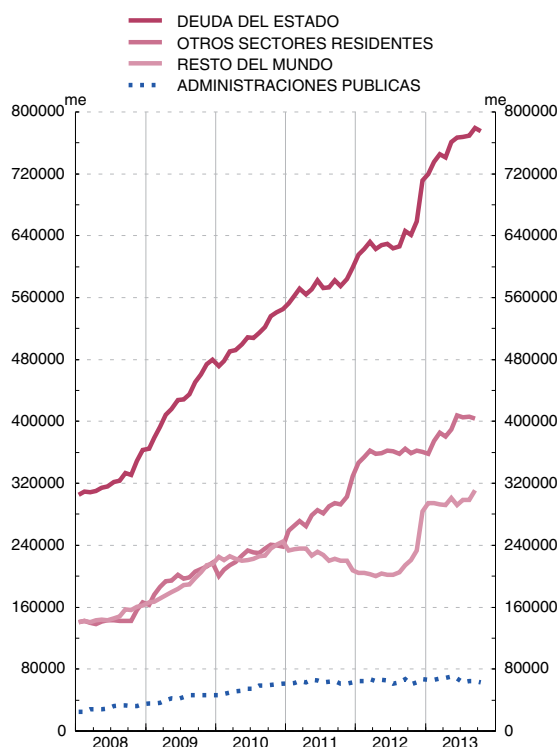
Millones de euros

	Deuda según el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE)										Pro memoria:				
	Del cual:		Por instrumentos				Por sectores de contrapartida				Depósitos en el Banco de España	Otros depósitos: Subastas de liquidez del Tesoro (b)	Avales prestados (saldo vivo)		
	Total	En monedas distintas del euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Resto de deuda PDE (a)	En poder de sectores residentes			Resto del mundo			De los cuales:		
							Total	Administraciones Públicas	Otros sectores residentes		Concedidos a otras AAPP	A FEEF (c)			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
08	362 890	63	52 074	299 558	5 249	6 008	201 112	34 511	166 601	161 779	4 502	21 403	8 152	-	-
09	479 541	68	85 513	383 864	4 665	5 498	263 300	46 105	217 195	216 240	305	24 486	58 854	3 000	-
10	544 790	0	89 756	444 308	4 082	6 644	299 648	61 170	238 478	245 142	300	28 598	73 560	6 000	-
11	P 598 995	0	90 608	495 662	3 499	9 269	391 417	62 613	328 804	207 620	225	30 391	99 748	23 851	2 993
12 Oct	P 640 932	0	79 858	537 618	2 915	20 541	419 926	60 733	359 194	221 006	100	29 219	130 293	24 060	30 047
Nov	P 658 683	0	85 085	550 152	2 915	20 531	425 411	63 139	362 272	233 272	4 499	35 511	130 544	24 443	30 829
Dic	P 711 495	0	84 613	559 327	2 915	64 640	427 748	67 328	360 420	283 748	2 500	32 500	168 165	26 608	30 820
13 Ene	A 719 249	0	87 946	563 501	2 915	64 887	424 431	65 857	358 574	294 818	591	28 466	174 639	27 608	36 294
Feb	A 735 101	0	89 408	575 576	2 915	67 202	440 835	66 431	374 404	294 267	100	43 814	182 305	28 014	31 737
Mar	A 745 458	0	87 693	587 679	2 915	67 171	452 944	67 818	385 126	292 514	200	47 642	176 356	29 597	29 269
Abr	A 741 524	0	88 702	583 705	1 943	67 173	449 133	68 574	380 559	292 391	100	38 249	176 204	29 672	30 831
May	A 760 771	0	90 396	599 355	1 943	69 076	459 403	69 899	389 504	301 368	100	47 800	170 954	31 720	30 861
Jun	A 766 988	0	89 000	606 099	1 943	69 945	475 004	67 465	407 540	291 983	99	39 360	171 133	31 720	31 996
Jul	A 767 687	0	92 423	603 026	1 943	70 294	468 928	63 275	405 653	298 759	234	38 173	170 305	31 720	33 021
Ago	A 769 250	0	89 504	606 869	1 943	70 934	470 708	64 928	405 780	298 542	99	31 301	170 944	31 720	33 840
Sep	A 779 089	239	90 987	615 115	1 943	71 044	468 419	64 468	403 951	310 670	3 000	40 380	169 363	29 654	34 657
Oct	A 774 966	235	91 742	610 260	1 943	71 020	...	62 461	...	...	2 200	43 898	169 926	30 454	35 887

ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN  
Por instrumentos



ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN  
Por sectores de contrapartida



FUENTE: BE.

- a. Incluye los préstamos del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), otros préstamos, valores no negociables y moneda en circulación.
- b. Incluye las subastas de liquidez del Tesoro.
- c. Facilidad Europea de Estabilización Financiera.

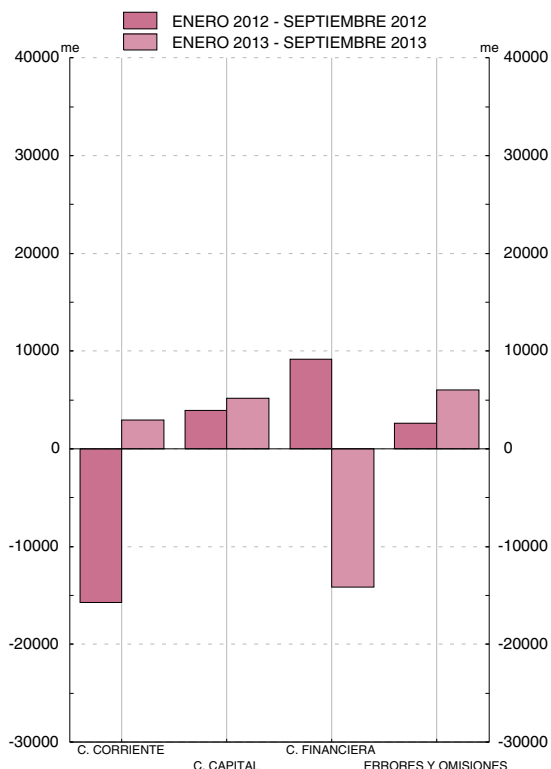
**7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE**

■ Serie representada gráficamente.

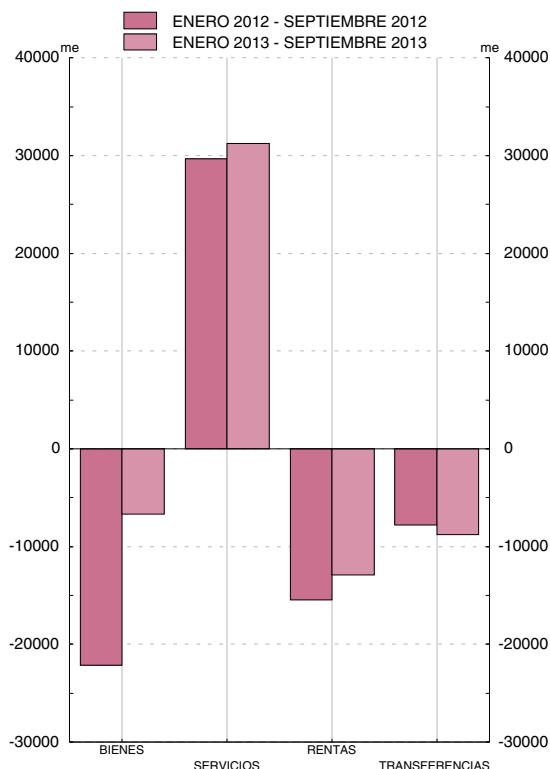
Millones de euros

	Cuenta corriente (a)													Transfe- ren- cias co- rri- en- tes (saldo)	Cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta finan- ciera (saldo)	Errores y omisio- nes
	Total (saldo)	Bienes			Servicios				Rentas									
		Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos		Pagos		Saldo	Ingresos	Pagos						
						Del cual		Del cual										
						Total	Turismo y viajes	Total	Turismo y viajes									
1=2+5+ 10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	9	10=11- 12	11	12	13	14	15=1+14	16	17=- (15+16)		
<b>10</b>	-46 963	-48 173	193 989	242 161	28 040	94 149	39 621	66 109	12 663	-19 933	46 373	66 306	-6 897	6 289	-40 674	43 329	-2 655	
<b>11</b>	P -39 787	-42 331	221 644	263 975	34 630	103 068	43 026	68 437	12 349	-25 712	43 209	68 921	-6 374	5 471	-34 316	28 681	5 635	
<b>12</b>	P -11 519	-25 670	231 008	256 677	36 983	107 194	43 521	70 211	11 911	-18 716	37 124	55 839	-4 117	6 589	-4 930	-823	5 754	
<b>12 E-S</b>	P -15 701	-22 163	169 867	192 030	29 691	81 400	34 702	51 709	8 862	-15 437	27 001	42 438	-7 792	3 911	-11 790	9 165	2 625	
<b>13 E-S</b>	P 2 954	-6 667	181 455	188 122	31 274	82 509	35 790	51 235	8 971	-12 887	23 221	36 108	-8 766	5 164	8 118	-14 153	6 034	
<b>12 Jun</b>	P -981	-2 226	19 713	21 939	3 898	10 057	4 404	6 159	1 123	-2 340	3 472	5 811	-313	705	-275	118	158	
<b>Jul</b>	P 829	-1 181	20 219	21 400	5 158	11 915	5 641	6 756	1 236	-2 736	2 787	5 523	-413	82	911	1 575	-2 486	
<b>Ago</b>	P 850	-2 691	17 119	19 810	5 223	10 955	5 848	5 733	1 305	-838	2 363	3 201	-844	639	1 488	83	-1 571	
<b>Sep</b>	P -402	-2 642	18 915	21 557	4 124	9 977	4 851	5 853	1 209	-878	3 002	3 880	-1 006	796	394	-4 158	3 764	
<b>Oct</b>	P 423	-1 087	21 588	22 675	3 627	9 694	4 097	6 067	1 104	-1 589	2 337	3 926	-528	1 024	1 447	-1 862	416	
<b>Nov</b>	P 1 016	-897	20 476	21 373	1 885	7 767	2 581	5 882	1 058	-1 874	2 219	4 093	1 901	901	1 917	326	-2 243	
<b>Dic</b>	P 2 744	-1 523	19 077	20 600	1 780	8 333	2 142	6 553	886	185	5 567	5 383	2 302	753	3 497	-8 453	4 956	
<b>13 Ene</b>	P -3 262	-2 838	18 270	21 108	2 303	7 948	2 648	5 645	743	-1 730	2 553	4 283	-997	285	-2 977	2 233	744	
<b>Feb</b>	P -2 258	-529	18 834	19 363	1 922	7 347	2 276	5 426	819	-1 471	2 322	3 793	-2 179	744	-1 514	4 117	-2 603	
<b>Mar</b>	P 838	875	21 222	20 347	2 203	7 614	2 870	5 411	822	-1 585	2 301	3 886	-655	348	1 186	-3 917	2 730	
<b>Abr</b>	P -1 230	-957	20 918	21 875	2 102	8 115	2 708	6 013	734	-1 374	2 677	4 051	-1 001	952	-278	-2 376	2 654	
<b>May</b>	P 2 232	640	21 522	20 883	3 412	8 859	3 778	5 447	694	-942	3 073	4 015	-877	1 381	3 614	-6 849	3 235	
<b>Jun</b>	P 2 136	91	22 107	22 016	4 147	9 856	4 567	5 709	1 160	-1 522	2 923	4 444	-581	195	2 331	-2 219	-112	
<b>Jul</b>	P 1 625	-165	20 230	20 395	5 510	11 692	5 799	6 182	1 312	-2 641	2 503	5 144	-1 080	500	2 125	-2 496	370	
<b>Ago</b>	P 2 533	-1 234	17 857	19 091	5 172	10 651	6 123	5 480	1 369	-569	2 436	3 005	-836	644	3 177	-735	-2 442	
<b>Sep</b>	P 339	-2 551	20 495	23 046	4 503	10 426	5 021	5 923	1 320	-1 054	2 433	3 486	-559	115	454	-1 911	1 457	

**RESUMEN**



**DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE**



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

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

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

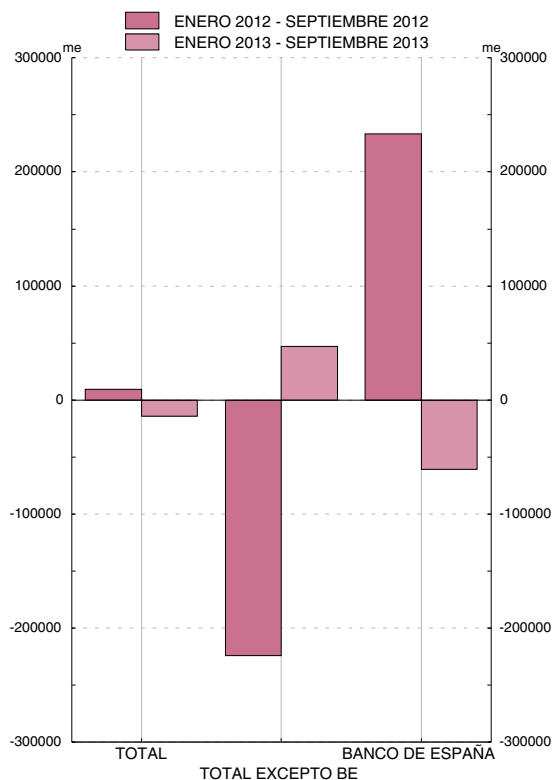
## 7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

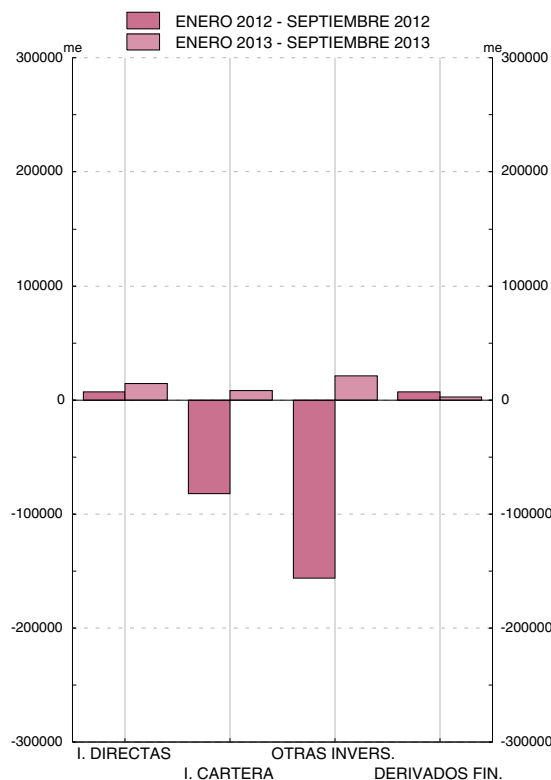
Millones de euros

Cuenta financiera (VNP-VNA)	Total, excepto Banco de España											Banco de España				
	Total (VNP-VNA)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Derivados financieros netos (VNP-VNA)	Total (VNP-VNA)	Reservas (e)	Activos netos frente al Euro-sistema (e)	Otros activos netos (VNP-VNA)	
		Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (b)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (c)	Saldo (VNP-VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)						
		1=2+13	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10	10						11
10	43 329	27 633	1 532	28 574	30 106	28 727	-64 694	-35 967	-11 232	17 627	6 395	8 605	15 696	-814	9 788	6 722
11	P 28 681	-80 459	-7 022	26 313	19 290	-27 547	-42 419	-69 966	-43 923	35 660	-8 264	-1 967	109 141	-10 022	124 056	-4 893
12	P -823	-174 339	24 231	-3 175	21 055	-55 839	3 346	-52 493	-151 045	45 690	-105 354	8 314	173 516	-2 211	162 366	13 361
12 E-S	P 9 165	-224 357	7 246	2 419	9 665	-82 336	-13 583	-95 919	-156 376	39 412	-116 964	7 108	233 523	-2 219	225 162	10 579
13 E-S	P -14 153	46 770	14 580	7 084	21 664	7 998	-8 988	-990	21 264	-31 556	-10 292	2 929	-60 923	-388	-68 819	8 284
12 Jun	P 118	-60 059	-2 975	2 550	-425	-14 639	-2 122	-16 761	-42 846	17 123	-25 723	400	60 177	-3 502	63 314	364
Jul	P 1 575	-17 304	-681	75	-606	-6 013	-6 663	-12 675	-14 232	-9 271	-23 503	3 621	18 879	2 025	14 853	2 001
Ago	P 83	-11 681	-425	2 265	1 840	-215	545	329	-11 569	-7 935	-19 504	528	11 764	-122	11 155	731
Sep	P -4 158	29 752	4 085	-3 838	246	10 387	-1 287	9 099	14 706	-7 939	6 767	575	-33 911	-14	-34 287	390
Oct	P -1 862	16 138	3 015	2 301	5 316	17 733	-7 767	9 966	-5 329	2 634	-2 695	719	-18 000	2	-19 704	1 702
Nov	P 326	14 939	6 967	-4 023	2 943	32 174	-13 057	19 117	-24 979	2 492	-22 487	777	-14 612	-13	-14 388	-211
Dic	P -8 453	18 941	7 003	-3 871	3 131	-23 410	37 753	14 342	35 639	1 153	36 792	-290	-27 395	18	-28 704	1 291
13 Ene	P 2 233	30 301	2 628	1 180	3 808	11 148	-1 559	9 590	16 116	-3 237	12 880	408	-28 068	-934	-27 930	796
Feb	P 4 117	15 545	2 905	-1 111	1 794	1 279	43	1 322	11 802	1 860	13 661	-440	-11 428	-8	-12 286	866
Mar	P -3 917	-4 645	-1 123	5 514	4 392	-11 953	224	-11 729	8 362	7 281	15 643	68	729	155	-226	799
Abr	P -2 376	4 112	3 758	-2 134	1 624	-3 429	-2 751	-6 180	2 843	-1 913	930	940	-6 488	136	-7 781	1 156
May	P -6 849	-3 551	863	249	1 112	3 640	419	4 059	-7 376	-699	-8 075	-679	-3 298	163	-4 220	759
Jun	P -2 219	-265	421	2 050	2 472	-11 025	-1 235	-12 259	9 264	-4 288	4 976	1 075	-1 954	81	-2 302	267
Jul	P -2 496	-2 864	1 819	143	1 962	5 392	-5 382	11	-10 799	-32 951	-43 750	723	368	98	-1 175	1 446
Ago	P -735	-1 835	794	800	1 594	2 069	1 995	4 064	-5 182	-1 997	-7 179	484	1 100	29	164	908
Sep	P -1 911	9 973	2 514	393	2 907	10 876	-743	10 133	-3 767	4 388	621	350	-11 884	-107	-13 063	1 286

CUENTA FINANCIERA (VNP-VNA)



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



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

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

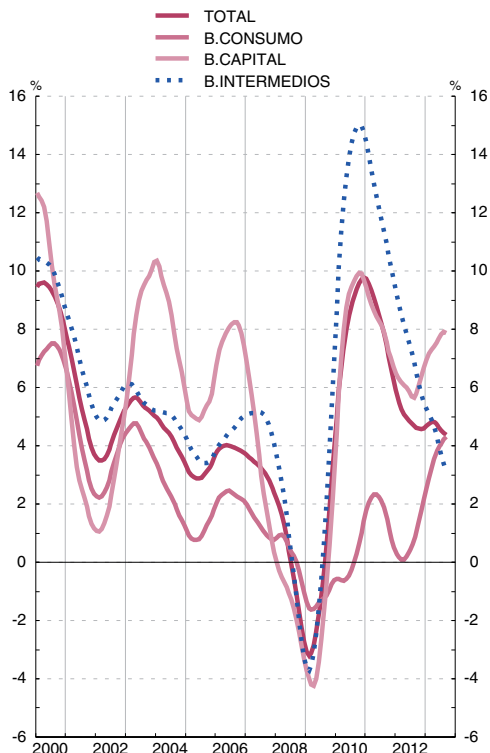
### 7.3. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTE A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO. EXPORTACIONES Y EXPEDICIONES

■ Serie representada gráficamente.

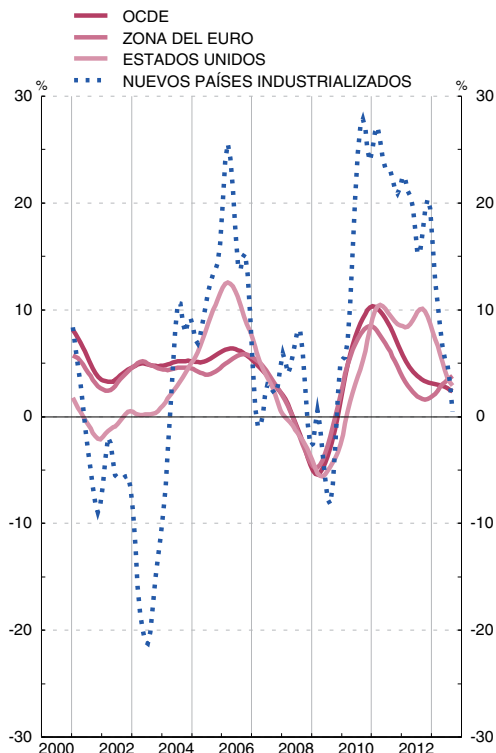
Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Del cual:					
											Total	Estados Unidos				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>05</b>	155 005	5,5	0,8	-0,8	5,5	1,4	-8,7	2,2	2,6	2,3	4,3	10,2	9,1	11,8	31,4	14,5
<b>06</b>	170 439	10,0	5,2	2,9	12,7	5,6	-3,7	6,2	8,1	7,8	8,4	17,7	6,0	34,5	12,8	16,5
<b>07</b>	185 023	8,6	5,8	3,0	4,4	8,1	6,6	8,1	8,0	8,4	7,1	-1,1	22,3	-12,5	23,5	-0,8
<b>08</b>	189 228	2,3	0,7	2,4	-5,6	0,6	19,0	-0,6	-0,1	-0,5	-0,4	1,4	30,1	1,0	1,2	4,2
<b>09</b>	159 890	-15,5	-9,4	-3,4	-14,1	-12,8	-19,9	-12,2	-15,5	-13,2	-15,1	-24,4	-11,4	-17,9	-7,7	8,5
<b>10</b>	186 780	16,8	15,0	-3,4	22,4	28,6	15,4	29,6	14,3	13,6	15,2	15,5	9,6	35,7	34,1	27,0
<b>11</b>	215 230	15,2	10,0	6,8	17,9	10,7	12,1	11,4	12,7	9,5	13,6	20,0	26,2	18,8	27,2	1,3
<b>12</b>	222 644	3,9	1,8	-2,7	-6,4	5,5	12,1	-0,7	-1,1	-2,4	0,8	15,7	27,3	18,9	11,4	28,9
<b>12 Ago</b>	P 16 587	7,4	5,2	-2,5	-13,4	11,2	3,2	11,8	-1,5	-0,2	4,7	26,7	23,3	26,1	6,7	-0,2
<b>Sep</b>	P 17 866	0,5	-2,8	-13,8	-20,9	6,1	16,1	5,4	-4,0	-5,7	-2,4	24,9	33,8	12,4	-14,2	15,0
<b>Oct</b>	P 21 078	8,7	8,6	7,1	12,7	8,8	-30,6	14,2	-3,3	-6,3	2,8	59,4	54,2	41,7	24,2	35,7
<b>Nov</b>	P 19 750	-0,6	-2,7	-2,5	3,4	-3,6	-44,5	1,5	-5,5	-10,1	-3,0	26,8	13,3	7,1	2,0	16,8
<b>Dic</b>	P 17 789	4,6	0,2	5,2	4,7	-3,2	37,3	-5,7	3,8	1,2	5,6	12,3	-13,3	14,8	18,8	68,6
<b>13 Ene</b>	P 17 882	7,9	5,3	5,3	17,6	3,7	-1,0	4,0	3,7	1,9	3,4	6,2	83,2	20,0	15,2	1,5
<b>Feb</b>	P 18 414	2,4	4,9	0,3	16,0	6,1	-31,4	9,1	-0,6	-1,7	-1,8	-9,1	37,0	22,9	25,8	11,3
<b>Mar</b>	P 20 289	2,0	5,5	0,2	5,4	8,5	3,7	8,9	-8,1	-8,9	-6,9	13,9	41,1	16,3	2,3	-36,1
<b>Abr</b>	P 20 398	18,6	16,3	18,6	42,1	11,3	26,5	10,4	13,2	11,6	16,2	23,9	8,3	36,7	32,1	28,2
<b>May</b>	P 20 891	7,3	7,7	11,0	4,7	6,5	47,1	3,9	6,3	4,7	6,7	18,7	-1,1	24,5	12,9	-5,6
<b>Jun</b>	P 20 848	10,5	7,5	5,0	4,9	9,2	41,3	7,1	15,4	13,0	12,7	-16,0	14,8	15,9	-3,4	-5,2
<b>Jul</b>	P 19 861	1,3	-0,1	0,9	7,7	-1,6	-15,3	-0,5	-2,8	-4,7	-2,0	-11,2	30,5	30,0	-5,8	24,4
<b>Ago</b>	P 17 216	3,8	1,9	6,8	38,2	-3,6	20,1	-5,3	11,8	9,9	3,7	-19,8	0,0	9,3	20,3	7,9
<b>Sep</b>	P 19 345	8,3	11,4	22,7	22,9	5,0	-4,7	5,7	12,4	13,9	8,9	-5,4	-13,1	24,0	14,1	-4,6

**POR TIPOS DE PRODUCTOS**  
Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



**POR AREAS GEOGRÁFICAS**  
Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME, 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 EL RESTO DEL MUNDO. IMPORTACIONES E INTRODUCCIONES

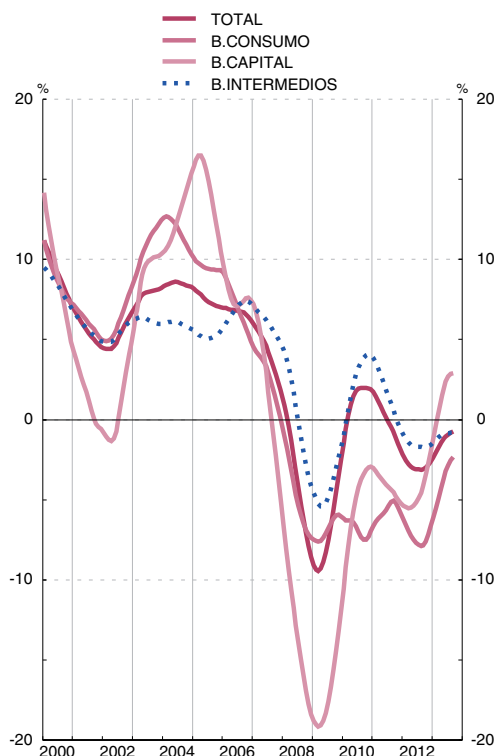
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)					Por áreas geográficas (series nominales)							
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 27		OCDE		OPEP	Otros países americanos	China	Nuevos países industrializados
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Zona del Euro	Total	Estados Unidos				
<b>05</b>	232 954	11,8	6,4	8,4	17,6	3,3	11,1	1,1	5,6	5,3	6,2	-0,1	40,8	29,3	37,3	11,2
<b>06</b>	262 687	12,8	8,5	7,3	2,5	10,2	6,1	11,5	8,4	8,0	8,8	14,7	25,3	24,1	22,7	28,6
<b>07</b>	285 038	8,5	7,6	5,8	10,8	7,8	4,0	8,9	10,5	11,0	9,7	16,4	-6,3	-6,8	28,7	-3,7
<b>08</b>	283 388	-0,6	-4,5	-6,4	-14,3	-1,9	5,8	-3,9	-8,2	-8,8	-7,3	12,9	37,4	16,6	10,8	-16,1
<b>09</b>	206 116	-27,3	-17,5	-12,1	-31,4	-17,5	-9,9	-20,0	-23,8	-25,6	-24,6	-25,1	-38,6	-31,1	-29,5	-31,6
<b>10</b>	240 056	16,5	11,3	-4,1	9,0	19,0	3,3	24,5	9,8	7,5	10,5	14,2	36,0	44,8	30,8	7,1
<b>11</b>	263 141	9,6	1,1	-3,0	-4,6	3,2	1,8	3,6	5,9	6,7	6,6	12,6	20,1	21,0	-1,1	-2,8
<b>12</b> P	253 401	-2,8	-7,1	-11,1	-10,7	-5,5	1,3	-7,1	-7,3	-7,9	-5,8	-7,1	15,8	13,6	-5,2	-11,4
<b>12 Ago</b> P	19 732	-3,1	-8,4	-16,0	-17,9	-4,6	9,3	-9,2	-9,7	-10,6	-9,0	-29,0	32,1	16,7	-13,7	-24,3
<b>Sep</b> P	20 951	-7,4	-12,2	-18,8	-22,9	-8,8	-4,9	-10,1	-9,5	-9,9	-9,3	-9,6	7,7	-2,6	-12,3	0,2
<b>Oct</b> P	22 570	-2,0	-6,3	-26,0	1,4	2,3	11,1	-0,1	-13,3	-15,5	-9,7	-2,1	39,3	-9,9	-0,9	9,4
<b>Nov</b> P	21 157	-6,1	-4,9	-7,2	-12,4	-3,1	-2,6	-3,3	-9,0	-8,6	-7,7	-23,2	-0,3	-9,8	-7,2	-13,8
<b>Dic</b> P	19 083	-11,5	-13,6	-4,8	-2,1	-17,5	-14,1	-18,7	-13,4	-13,3	-13,7	2,7	-8,9	-44,2	-3,2	-25,7
<b>13 Ene</b> P	21 380	5,7	6,7	-4,9	0,4	10,9	18,2	8,6	-0,6	1,4	2,8	29,4	0,5	-3,7	-5,3	-4,2
<b>Feb</b> P	19 598	-9,8	-6,3	-10,6	0,7	-5,6	-13,0	-3,2	-9,7	-8,8	-10,1	-16,8	-6,3	-38,8	-7,9	-16,4
<b>Mar</b> P	19 654	-15,0	-10,6	-18,4	-7,0	-8,3	-9,3	-7,9	-11,8	-12,3	-12,1	-16,2	-10,4	-47,0	2,2	-16,9
<b>Abr</b> P	22 041	7,2	14,8	10,7	24,1	15,1	15,0	15,2	6,5	7,3	6,6	14,2	9,1	-14,3	-1,8	36,0
<b>May</b> P	20 918	-2,2	3,9	1,2	14,8	3,7	19,9	-0,5	-1,1	0,3	-3,7	-5,8	26,4	-24,2	-5,8	0,8
<b>Jun</b> P	20 955	-2,8	-0,0	5,9	22,0	-3,5	-6,5	-2,6	2,4	1,6	3,1	-10,3	-17,5	-28,0	-12,9	-0,7
<b>Jul</b> P	20 647	-3,0	-0,7	0,1	9,7	-1,8	3,8	-3,4	-3,7	-5,5	-3,2	-1,3	-3,5	-11,9	-2,0	-2,0
<b>Ago</b> P	19 025	-3,6	3,1	5,5	17,1	1,2	-2,0	2,4	3,7	2,4	4,4	14,9	-16,4	-11,8	-6,8	8,1
<b>Sep</b> P	21 932	4,7	8,7	14,5	32,6	5,0	-4,3	8,0	9,3	9,8	8,8	-3,8	-12,8	14,8	7,6	1,2

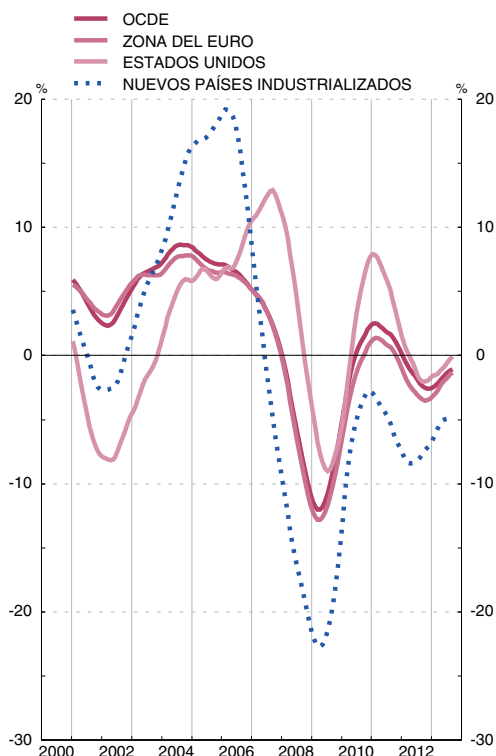
### POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



### POR AREAS GEOGRÁFICAS

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



FUENTES: ME, 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.

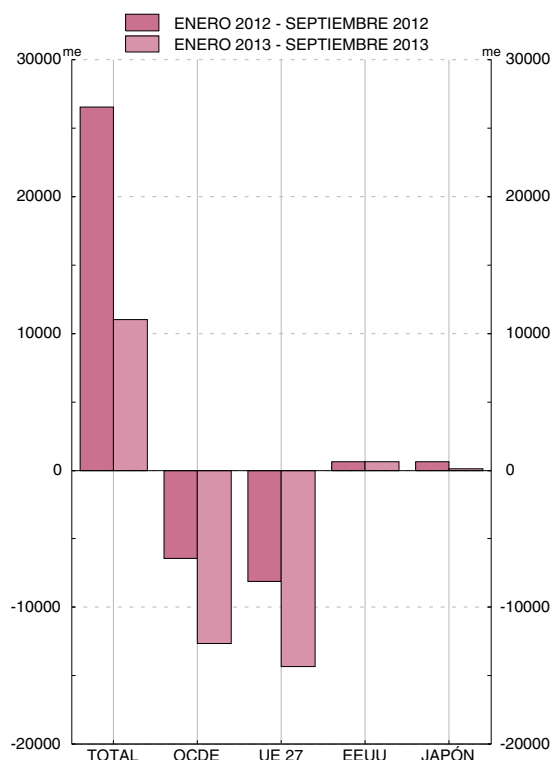
a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

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

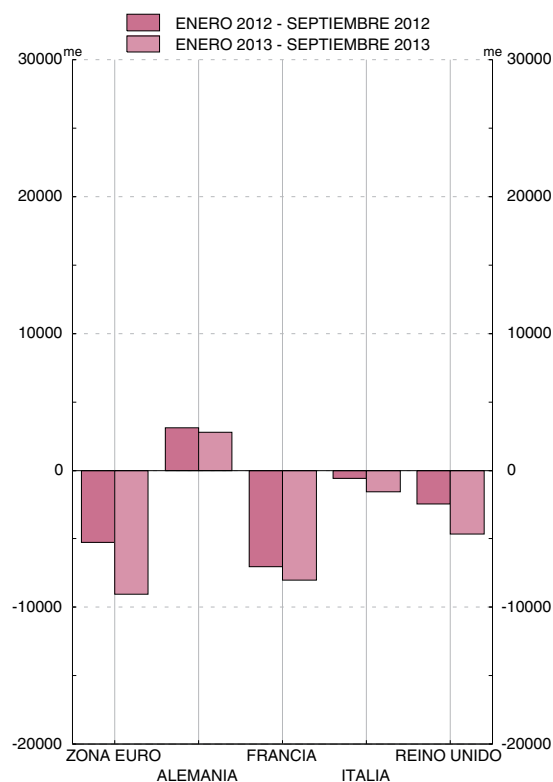
Millones de euros

	1	Unión Europea (UE 27)						OCDE					12	13	14	15		
		2=3+7	Zona del Euro			Resto de la UE 27		9	Del cual:			10					11	
			3	Del cual:			7		8	Total	EEUU							Japón
				4	5	6												
<b>06</b>	-92 249	-33 547	-32 156	-18 689	-1 625	-7 184	-1 391	294	-45 995	-1 062	-4 652	-17 031	-3 316	-12 647	-4 564			
<b>07</b>	-100 015	-40 176	-38 109	-23 752	-214	-8 375	-2 067	133	-54 211	-2 555	-4 779	-14 682	-3 477	-16 366	-4 347			
<b>08</b>	-94 160	-26 262	-26 207	-19 612	3 019	-6 608	-55	356	-39 729	-3 739	-3 663	-20 561	-4 971	-18 340	-3 296			
<b>09</b>	-46 227	-9 068	-6 767	-9 980	6 787	-1 847	-2 301	187	-15 709	-2 742	-1 958	-10 701	-2 641	-12 471	-1 532			
<b>10</b>	-53 276	-4 960	-2 211	-8 598	7 904	-477	-2 749	597	-11 261	-3 058	-2 054	-16 216	-4 267	-16 253	-1 252			
<b>11</b>	-47 910	3 405	1 029	-8 984	8 590	219	2 376	2 955	-1 751	-2 956	-1 389	-19 066	-5 312	-15 317	-1 116			
<b>12</b>	P -30 757	12 571	7 723	-3 821	9 472	914	4 848	3 828	10 636	-754	-855	-21 068	-5 185	-13 866	111			
<b>12 Ago</b>	P -3 145	558	358	-296	466	210	200	176	1 245	179	-37	-2 158	-397	-1 323	-3			
<b>Sep</b>	P -3 085	486	239	-492	695	80	247	253	512	-39	-62	-1 780	-374	-1 291	12			
<b>Oct</b>	P -1 492	1 223	603	-290	754	63	621	425	1 492	67	-21	-1 762	-164	-1 186	32			
<b>Nov</b>	P -1 407	1 967	1 286	-123	985	244	681	410	1 593	-82	-149	-1 560	-379	-1 057	28			
<b>Dic</b>	P -1 294	1 273	553	-277	712	31	720	547	1 103	-83	-51	-1 413	15	-983	144			
<b>13 Ene</b>	P -3 499	1 368	639	-274	674	108	729	490	715	-252	-69	-1 685	-432	-1 268	-46			
<b>Feb</b>	P -1 184	1 480	938	-233	658	278	543	607	1 125	-139	-10	-1 401	55	-1 030	92			
<b>Mar</b>	P 635	1 750	1 224	-187	873	234	526	378	1 932	98	-46	-1 192	-117	-894	-28			
<b>Abr</b>	P -1 642	1 565	961	-298	1 128	200	604	482	1 413	-151	-11	-1 808	16	-892	-75			
<b>May</b>	P -27	2 189	1 339	-314	962	218	850	804	2 204	-9	-58	-1 578	32	-1 006	-55			
<b>Jun</b>	P -107	2 174	1 228	-335	1 193	53	946	905	1 881	-21	4	-1 406	177	-975	-19			
<b>Jul</b>	P -787	1 577	1 174	-348	810	220	403	419	1 587	-70	58	-1 328	1	-1 232	33			
<b>Ago</b>	P -1 809	1 352	924	-301	948	147	428	295	1 216	-46	37	-1 653	-176	-1 153	-4			
<b>Sep</b>	P -2 587	882	623	-487	795	121	260	278	566	-49	-9	-1 554	-364	-1 374	-2			

**DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO**



**DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO**



FUENTE: MHAP.

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

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



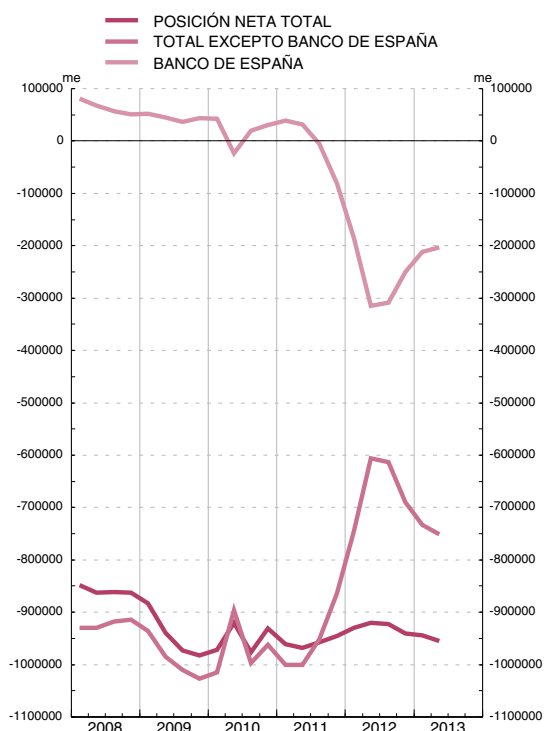
## 7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

Saldos a fin de periodo en mm de euros

Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España											Banco de España				
	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Derivados financieros Posición neta (activos-pasivos)	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos netos frente al Euro-sistema	Otros activos netos (activos-pasivos) (a)	
		Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)						
1=2+13	2=3+6+9+12	3=4-5	4	5	6=7-8	7	8	9=10-11	10	11	12	13=14 a 16	14	15	16	
<b>05</b>	-505,5	-577,2	-67,1	258,9	326,0	-273,6	454,7	728,4	-236,5	268,2	504,7	...	71,7	14,6	17,1	40,1
<b>06</b>	-648,2	-743,9	-19,3	331,1	350,4	-508,9	455,7	964,6	-206,1	324,9	530,9	-9,6	95,7	14,7	29,4	51,6
<b>07</b>	-822,8	-901,7	-2,6	395,4	398,0	-648,5	438,4	1 086,9	-231,8	379,5	611,3	-18,8	78,9	12,9	1,1	64,9
<b>08</b>	-863,1	-914,0	1,3	424,4	423,2	-603,7	354,2	958,0	-305,1	386,6	691,8	-6,4	50,9	14,5	-30,6	67,0
<b>09</b>	-982,2	-1 026,3	-4,5	434,4	438,9	-693,7	374,3	1 068,1	-327,1	369,6	696,8	-1,0	44,1	19,6	-36,4	60,9
<b>10</b> //	-920,1	-896,8	11,8	461,8	450,1	-601,6	352,3	953,9	-318,8	368,7	687,5	12,0	-23,4	24,4	-100,8	53,1
///	-977,1	-997,2	14,4	469,8	455,4	-659,4	333,7	993,1	-356,4	352,1	708,5	4,3	20,2	22,6	-54,3	51,9
IV	-931,5	-961,8	18,6	488,9	470,2	-634,5	311,7	946,2	-348,6	370,5	719,1	2,7	30,3	23,9	-46,1	52,5
<b>11</b> /	-961,2	-1 000,7	8,9	486,8	477,9	-665,9	301,7	967,6	-342,1	377,0	719,1	-1,5	39,5	23,2	-35,2	51,5
///	-968,0	-1 000,2	22,6	491,1	468,5	-642,6	293,3	935,9	-379,9	379,8	759,8	-0,3	32,2	23,5	-40,6	49,3
///	-957,0	-951,8	23,3	488,4	465,0	-613,0	274,8	887,8	-369,8	385,2	754,9	7,6	-5,2	27,6	-83,8	51,1
IV	-944,8	-863,8	30,7	507,6	476,9	-584,3	258,0	842,3	-316,1	395,1	711,1	5,9	-81,0	36,4	-170,2	52,8
<b>12</b> /	-929,9	-745,1	31,8	506,5	474,7	-519,9	270,1	790,0	-259,9	412,4	672,4	2,9	-184,8	36,0	-271,2	50,5
///	-920,4	-605,5	26,9	505,5	478,7	-438,6	254,5	693,2	-198,4	440,9	639,2	4,6	-314,9	41,4	-403,6	47,3
///	-922,1	-612,8	28,7	493,9	465,2	-463,8	254,0	717,8	-180,6	417,7	598,3	2,8	-309,3	40,2	-395,4	45,9
IV	-940,9	-690,6	6,0	481,8	475,8	-515,5	274,7	790,2	-183,2	421,4	604,6	2,1	-250,3	38,3	-332,6	43,9
<b>13</b> /	-943,7	-732,6	12,2	497,5	485,3	-524,1	281,1	805,2	-222,7	420,0	642,7	2,0	-211,1	39,7	-292,1	41,4
///	-955,1	-751,5	-12,3	477,1	489,4	-517,9	280,2	798,2	-223,6	413,9	637,5	2,3	-203,6	35,4	-277,8	38,8

### POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



### COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

Nota: A partir de diciembre de 2002, los datos de inversión de cartera se calculan con un nuevo sistema de información (véase la Circular del Banco de España n.2/2001 y la nota de novedades de los indicadores económicos). En la rúbrica 'Acciones y participaciones en fondos de inversión' de los otros sectores residentes, la incorporación de los nuevos datos supone una ruptura muy significativa de la serie histórica, tanto en activos financieros como en pasivos, por lo que se ha realizado una revisión desde 1992. Si bien el cambio metodológico que introduce el nuevo sistema afecta también, en alguna medida, al resto de las rúbricas, su efecto no justifica una revisión completa de las series.

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

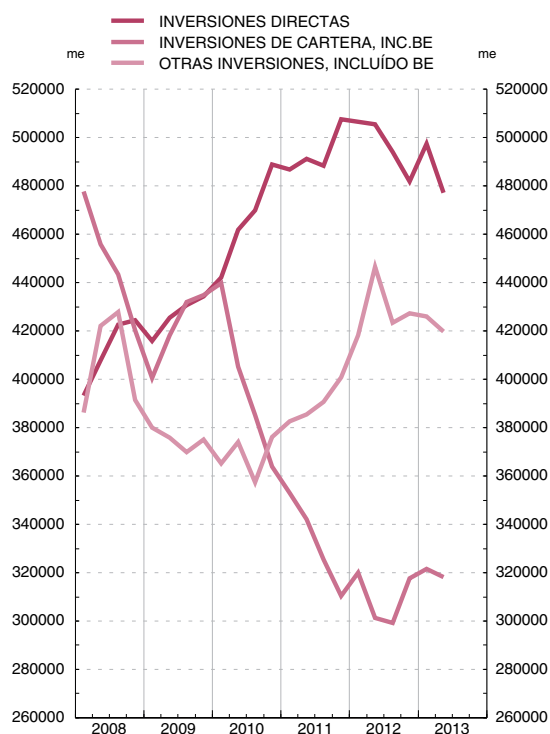
## 7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

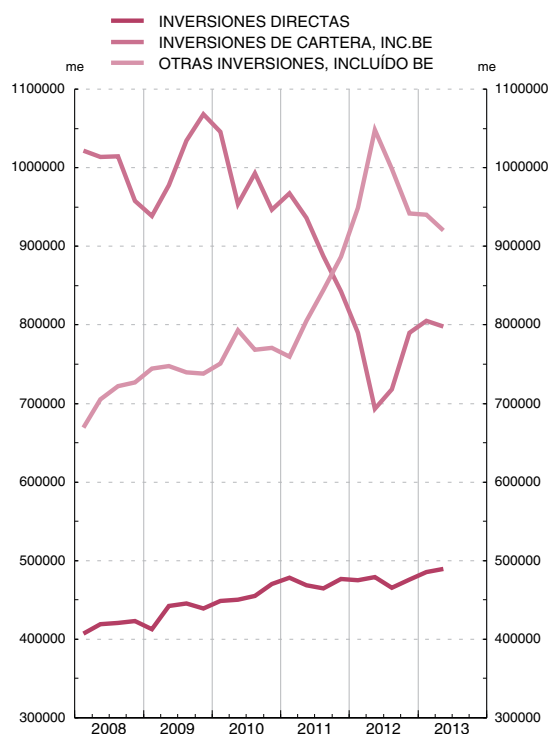
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Inversiones directas				Inversiones de cartera, incluido Banco de España				Otras inversiones, incluido Banco de España		Derivados financieros incluido BE	
	De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior	Del exterior en España (a)	De España en el exterior	Del exterior en España
	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>05</b>	236 769	22 133	250 641	75 322	104 156	388 472	197 347	531 035	287 551	504 831	-	-
<b>06</b>	307 902	23 206	271 313	79 125	133 193	373 001	245 683	718 897	355 621	531 211	32 973	42 569
<b>07</b>	368 306	27 086	307 278	90 696	132 954	369 758	282 331	804 609	384 714	614 829	44 642	63 487
<b>08</b>	393 430	31 011	320 664	102 489	63 146	357 229	170 143	787 812	391 414	726 987	108 278	114 027
<b>09</b>	404 194	30 207	327 215	111 662	78 591	356 340	222 619	845 431	375 092	738 182	77 449	78 498
<b>10</b> //	428 418	33 426	330 793	119 297	87 320	317 817	169 352	784 544	374 110	793 388	118 304	106 522
///	432 284	37 505	334 434	120 998	88 730	296 430	194 022	799 121	357 527	767 997	121 434	117 049
IV	449 955	38 920	346 360	123 885	92 462	271 400	181 031	765 193	376 095	770 399	95 116	92 459
<b>11</b> /	448 342	38 433	356 624	121 237	92 910	260 100	204 657	762 989	382 569	759 786	80 724	82 170
//	452 917	38 215	353 232	115 303	91 957	250 153	194 147	741 706	385 429	805 498	83 747	84 040
///	443 574	44 788	352 875	112 153	78 339	247 132	159 177	728 592	390 750	843 949	134 796	127 191
IV	457 779	49 776	359 987	116 916	77 815	232 593	162 285	680 052	400 794	886 501	140 225	134 415
<b>12</b> /	458 096	48 393	359 113	115 601	83 849	236 158	157 793	632 227	418 164	948 860	133 237	130 209
//	452 498	53 040	365 977	112 684	82 309	218 868	144 876	548 286	446 596	1 047 943	153 277	148 677
///	443 097	50 852	356 323	108 888	86 593	212 630	164 681	553 107	423 444	998 728	157 193	154 374
IV	432 344	49 445	369 369	106 398	88 408	229 135	178 971	611 220	427 218	942 061	148 623	146 395
<b>13</b> /	448 380	49 087	378 260	107 013	98 230	223 396	182 399	622 764	425 902	939 933	139 379	137 347
//	431 577	45 549	384 331	105 079	104 611	213 508	179 717	618 442	419 762	920 265	120 715	118 428

### INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



### INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

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

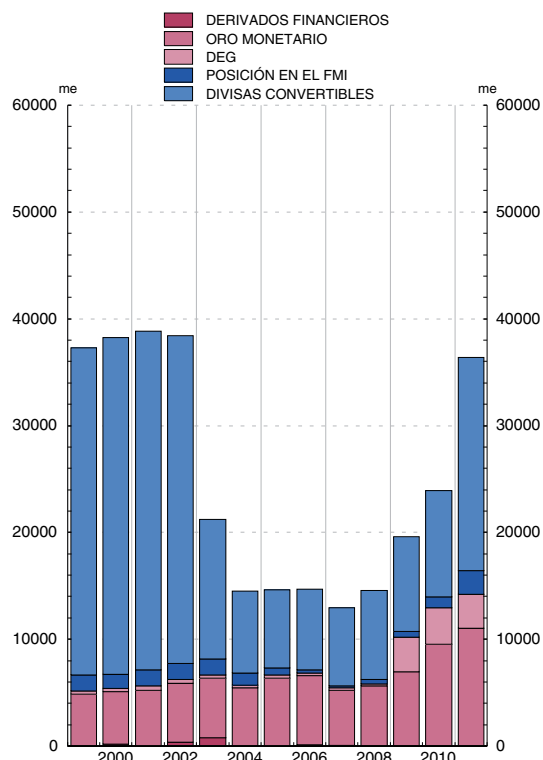
## 7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

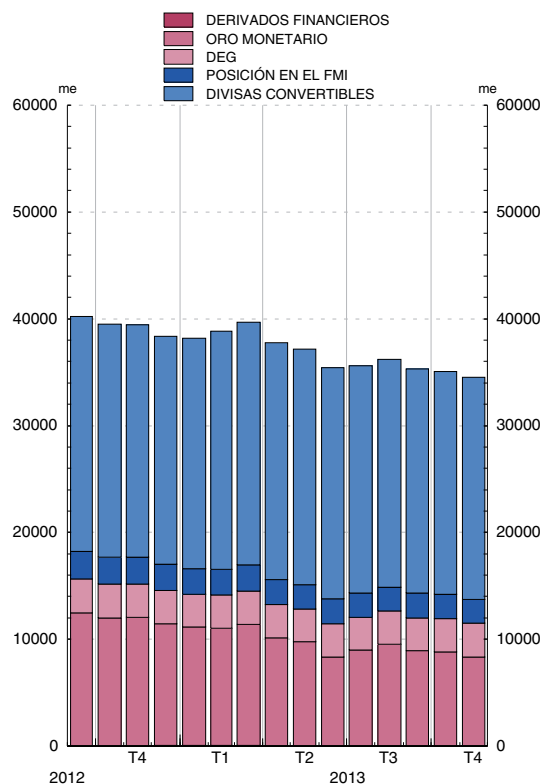
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	Millones de onzas troy
	1	2	3	4	5	6	7
<b>07</b>	12 946	7 285	218	252	5 145	46	9,1
<b>08</b>	14 546	8 292	467	160	5 627	-	9,1
<b>09</b>	19 578	8 876	541	3 222	6 938	-	9,1
<b>10</b>	23 905	9 958	995	3 396	9 555	-	9,1
<b>11</b>	36 402	19 972	2 251	3 163	11 017	-	9,1
<b>12 Jun</b>	41 430	24 409	2 508	3 226	11 287	-	9,1
<i>Jul</i>	40 879	23 071	2 560	3 287	11 961	-	9,1
<i>Ago</i>	40 184	22 459	2 619	3 232	11 875	-	9,1
<i>Sép</i>	40 193	21 948	2 583	3 195	12 471	-3	9,1
<i>Oct</i>	39 492	21 820	2 491	3 175	12 002	4	9,1
<i>Nov</i>	39 463	21 791	2 479	3 166	12 011	16	9,1
<i>Dic</i>	38 347	21 349	2 412	3 132	11 418	35	9,1
<b>13 Ene</b>	38 177	21 548	2 411	3 057	11 109	51	9,1
<i>Feb</i>	38 839	22 305	2 402	3 102	10 988	42	9,1
<i>Mar</i>	39 664	22 698	2 451	3 145	11 330	39	9,1
<i>Abr</i>	37 765	22 183	2 344	3 104	10 109	25	9,1
<i>May</i>	37 169	22 037	2 283	3 087	9 737	25	9,1
<i>Jun</i>	35 434	21 661	2 349	3 092	8 329	3	9,1
<i>Jul</i>	35 633	21 331	2 259	3 061	8 984	-2	9,1
<i>Ago</i>	36 195	21 331	2 229	3 075	9 558	1	9,1
<i>Sép</i>	35 321	21 013	2 296	3 059	8 955	-1	9,1
<i>Oct</i>	35 060	20 845	2 278	3 136	8 801	-0	9,1
<i>Nov</i>	34 544	20 813	2 238	3 143	8 339	11	9,1

ACTIVOS DE RESERVA  
SALDOS FIN DE AÑO



ACTIVOS DE RESERVA  
SALDOS FIN DE MES



FUENTE: BE.

Nota: A partir de enero de 1999, no se consideran activos de reserva ni los denominados en euros ni en monedas distintas del euro frente a los residentes en países de la zona euro. Hasta diciembre de 1998, los datos en pesetas han sido convertidos a euros con el tipo irrevocable. Desde enero de 1999, todos los activos de reserva se valoran a precios de mercado. Desde enero de 2000, los datos de activos de reserva están elaborados de acuerdo con las nuevas normas metodológicas publicadas por el FMI en el documento 'International Reserves and Foreign Currency Liquidity Guidelines for a Data Template', octubre de 2001, (<http://dsbb.imf.org/Applications/web/sddsguide>). Con esta nueva definición, el importe total de activos de reserva a 31 de diciembre de 1999 hubiera sido de 37.835 millones de euros, en lugar de los 37.288 millones de euros que constan en el cuadro.

**7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN**
*Saldos a fin de periodo*
*Millones de euros*

	Total deuda externa	Administraciones Públicas					Otras instituciones financieras monetarias					
		Total	Corto plazo		Largo plazo			Total	Corto plazo		Largo plazo	
			Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales		Instrumentos del mercado monetario	Depósitos	Bonos y obligaciones	Depósitos
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>09</b> //	1 722 777	257 152	21 125	979	211 224	23 825	-	786 229	14 200	409 692	251 975	110 363
///	1 732 303	276 333	31 005	709	219 260	25 359	-	770 038	14 217	391 123	257 026	107 671
IV	1 757 372	299 770	44 479	532	229 085	25 674	-	782 873	14 903	384 509	260 304	123 157
<b>10</b> /	1 778 929	315 896	51 896	114	237 246	26 640	-	789 869	16 641	399 817	256 338	117 073
//	1 759 449	291 348	39 698	192	223 146	28 312	-	741 796	12 157	378 888	239 162	111 589
///	1 745 184	302 216	39 437	932	232 817	29 031	-	758 152	10 926	396 110	242 943	108 173
IV	1 715 268	289 183	36 629	976	220 357	31 221	-	759 486	9 910	413 379	237 915	98 283
<b>11</b> /	1 701 076	292 030	37 875	485	221 797	31 873	-	760 849	10 640	395 695	235 895	118 619
//	1 725 014	286 014	37 245	7	215 529	33 233	-	792 835	7 554	425 267	231 979	128 035
///	1 751 309	293 505	36 605	507	222 439	33 798	-	768 666	6 211	402 061	223 975	136 418
IV	1 743 878	274 864	28 545	428	211 116	34 775	-	709 704	3 494	362 532	212 924	130 755
<b>12</b> /	1 758 254	256 148	23 612	4	191 658	40 873	-	641 440	3 341	311 819	191 020	135 259
//	1 770 719	238 191	16 369	70	175 453	46 299	-	575 178	2 699	273 422	163 554	135 504
///	1 726 179	254 675	20 397	325	187 552	46 400	-	525 154	1 899	237 643	154 841	130 771
IV	1 726 493	330 110	27 732	53	211 325	91 000	-	501 837	1 800	212 849	159 173	128 016
<b>13</b> /	1 736 851	342 793	30 709	24	218 645	93 415	-	539 315	1 499	248 851	162 498	126 468
//	1 712 551	352 259	34 901	243	221 222	95 894	-	523 788	1 408	249 835	157 437	115 108

**7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN (CONT.)**
*Saldos a fin de periodo*
*Millones de euros*

	Autoridad monetaria		Otros sectores residentes							Inversión directa			
	Total (a)	Corto plazo Depósitos	Total	Corto plazo			Largo plazo				Total	Frente a:	
				Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales	Otros pasivos		Inversores directos	Afiladas
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
<b>09</b> //	35 596	35 596	468 268	18 969	17 448	2 416	282 343	145 040	385	1 667	175 532	90 696	84 836
///	47 538	47 538	461 698	13 249	16 429	2 552	281 652	145 875	419	1 522	176 696	89 842	86 854
IV	41 400	41 400	459 569	18 059	14 269	2 375	278 601	144 393	419	1 454	173 759	73 851	99 908
<b>10</b> /	43 673	43 673	448 931	14 758	13 800	3 179	270 358	145 075	399	1 363	180 561	70 158	110 403
//	105 881	105 881	438 907	12 714	16 424	4 462	257 666	145 855	406	1 379	181 518	67 662	113 856
///	59 477	59 477	447 273	14 032	16 561	4 762	258 966	151 114	395	1 442	178 066	67 794	110 272
IV	51 323	51 323	435 599	11 929	16 671	4 284	248 454	152 281	396	1 584	179 677	67 741	111 936
<b>11</b> /	40 665	40 665	429 230	11 724	15 350	3 818	245 057	151 088	390	1 803	178 301	68 023	110 278
//	45 732	45 732	422 624	11 840	15 487	4 192	237 559	151 783	389	1 374	177 809	68 686	109 123
///	89 019	89 019	421 507	7 466	16 743	6 433	231 895	157 313	394	1 263	178 768	68 182	110 586
IV	175 360	175 360	406 625	5 100	17 159	6 544	218 874	157 244	398	1 307	177 325	70 016	107 309
<b>12</b> /	276 496	276 496	407 003	8 330	16 969	6 699	214 264	158 981	395	1 364	177 167	69 851	107 316
//	408 695	408 695	374 164	5 481	15 264	6 826	184 729	159 984	462	1 418	174 490	69 439	105 051
///	400 455	400 455	371 551	4 154	14 423	7 388	184 264	159 443	459	1 420	174 343	68 994	105 350
IV	337 486	337 486	383 847	6 064	13 957	7 798	205 126	149 103	457	1 342	173 212	68 297	104 916
<b>13</b> /	297 184	297 184	383 406	6 707	16 151	7 909	202 706	148 142	459	1 331	174 154	68 488	105 665
//	282 790	282 790	379 871	6 784	15 475	7 495	196 690	151 639	457	1 331	173 843	68 245	105 598

FUENTE: BE.

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

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

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto en euros							Contrapartidas					
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Total	Factores autónomos				Reservas mantenidas por entidades de crédito	
	Operac. principales de financiación (inyección)	Operac. de financiación a l/p (inyección)	Operac. de ajuste (neto)	Operac. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad de depósito		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	
<b>12 Jun</b>	437 789	132 691	1 069 309	0	-	2 003	766 215	328 135	888 832	131 374	659 454	32 617	109 653
<i>Jul</i>	743 701	156 106	1 080 565	-	-	817	493 787	372 135	896 182	134 906	678 366	-19 413	371 566
<i>Ago</i>	885 372	131 936	1 076 236	-	-	833	323 633	347 038	898 561	115 828	678 405	-11 054	538 334
<i>Sep</i>	876 292	124 884	1 069 567	-	-	1 013	319 173	332 823	893 288	95 737	670 651	-14 449	543 469
<i>Oct</i>	885 514	92 494	1 057 904	-	-	1 324	266 209	352 304	890 571	101 249	708 573	-69 057	533 210
<i>Nov</i>	884 798	77 694	1 046 596	-	-	1 358	240 850	362 981	888 224	108 633	708 113	-74 237	521 816
<i>Dic</i>	884 094	74 151	1 038 706	-	-	4 538	233 301	389 750	901 830	110 978	704 635	-81 578	494 344
<b>13 Ene</b>	907 427	105 363	1 021 211	-	-	457	219 604	420 632	891 268	99 407	657 382	-87 339	486 795
<i>Feb</i>	850 148	129 306	876 189	-	-	658	156 006	419 735	880 527	73 410	655 016	-120 814	430 413
<i>Mar</i>	787 506	125 975	795 073	-	-	735	134 277	428 999	884 384	86 192	656 692	-115 115	358 507
<i>Abr</i>	758 155	118 249	759 811	-	-	666	120 571	427 061	894 830	87 133	657 190	-102 288	331 094
<i>May</i>	745 149	105 552	733 956	-	-	685	95 043	440 588	903 179	83 893	656 983	-110 498	304 561
<i>Jun</i>	730 513	106 263	713 146	-	-	1 522	90 419	439 758	906 097	85 420	655 213	-103 455	290 755
<i>Jul</i>	718 506	105 488	700 706	-	-	324	88 013	447 528	915 567	99 389	532 182	35 246	270 977
<i>Ago</i>	714 452	100 070	693 682	-	-	140	79 440	437 171	920 672	72 839	531 905	24 435	277 280
<i>Sep</i>	712 189	96 550	681 760	-	-	476	66 597	441 659	917 836	77 764	532 929	21 012	270 530
<i>Oct</i>	699 324	92 349	659 268	-	-	73	52 366	445 952	919 207	79 932	550 975	2 213	253 372
<i>Nov</i>	675 260	89 540	635 372	-	-	98	49 749	447 792	922 410	70 480	550 711	-5 613	227 468

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

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

	Préstamo neto en euros							Contrapartidas							
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Posición intrasistema		Factores autónomos				Reservas mantenidas por entidades de crédito		
	Oper. principales de financ. (inyección)	Oper. de financiación a l/p (inyección)	Oper. de ajuste (neto)	Oper. estructurales (neto)	Facilidad marginal de crédito	Facilidad de depósito	Target	Resto	Total	Billetes	Depósitos AAPP	Oro y activos netos en moneda extranjera		Resto activos (neto)	
14=15+16 +17+18 +19-20	15	16	17	18	19	20	21	22	23=24+25 -26-27	24	25	26	27	28	
<b>12 Jun</b>	337 206	44 961	320 036	-	-	0	27 792	371 808	-5 724	-40 468	70 049	7 284	35 954	81 846	11 589
<i>Jul</i>	375 549	69 338	332 847	-	-	-	26 636	414 619	-5 724	-45 373	71 589	5 319	42 439	79 842	12 027
<i>Ago</i>	388 736	74 115	337 539	-	-	-	22 918	428 617	-5 724	-46 154	71 144	6 424	43 110	80 611	11 997
<i>Sep</i>	378 176	70 818	329 109	-	-	-	21 751	419 847	-5 724	-47 776	69 114	4 036	41 785	79 142	11 829
<i>Oct</i>	341 601	47 426	319 508	-	-	0	25 333	383 605	-5 724	-48 108	67 482	4 408	40 945	79 053	11 827
<i>Nov</i>	340 835	44 292	320 567	-	-	-	24 024	376 268	-5 724	-43 004	65 376	10 766	41 360	77 785	13 295
<i>Dic</i>	313 109	41 144	316 148	-	-	1	44 183	352 406	-5 744	-48 442	64 574	6 970	40 285	79 701	14 890
<b>13 Ene</b>	298 664	34 839	311 210	-	-	-	47 385	333 226	-5 862	-43 911	62 903	9 224	37 617	78 421	15 211
<i>Feb</i>	271 840	24 077	266 847	-	-	-	19 084	308 008	-5 862	-44 310	60 934	8 630	38 170	75 704	14 005
<i>Mar</i>	259 998	24 304	246 637	-	-	-	10 944	298 304	-5 862	-45 498	60 974	10 768	39 538	77 702	13 053
<i>Abr</i>	257 215	26 747	238 330	-	-	-	7 862	296 901	-5 862	-47 154	61 643	8 020	40 419	76 399	13 329
<i>May</i>	254 979	25 360	233 958	-	-	-	4 339	289 650	-5 862	-41 970	61 192	8 635	39 467	72 331	13 161
<i>Jun</i>	250 052	24 169	228 973	-	-	-	3 090	283 650	-5 862	-39 884	60 880	8 441	37 978	71 227	12 148
<i>Jul</i>	248 293	22 744	229 141	-	-	-	3 592	280 677	-5 861	-40 602	61 233	7 061	34 204	74 692	14 079
<i>Ago</i>	246 200	21 944	227 367	-	-	-	3 111	278 233	-5 861	-39 977	59 817	7 679	34 204	73 269	13 805
<i>Sep</i>	241 089	18 528	225 716	-	-	-	3 155	278 163	-5 861	-44 266	57 670	6 006	34 249	73 693	13 052
<i>Oct</i>	234 812	15 611	221 779	-52	-	-	2 527	269 027	-5 861	-42 264	56 008	8 920	34 166	73 026	13 910
<i>Nov</i>	220 512	14 096	209 769	-	-	-	3 353	253 580	-5 861	-39 316	54 813	10 176	34 296	70 009	12 108

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

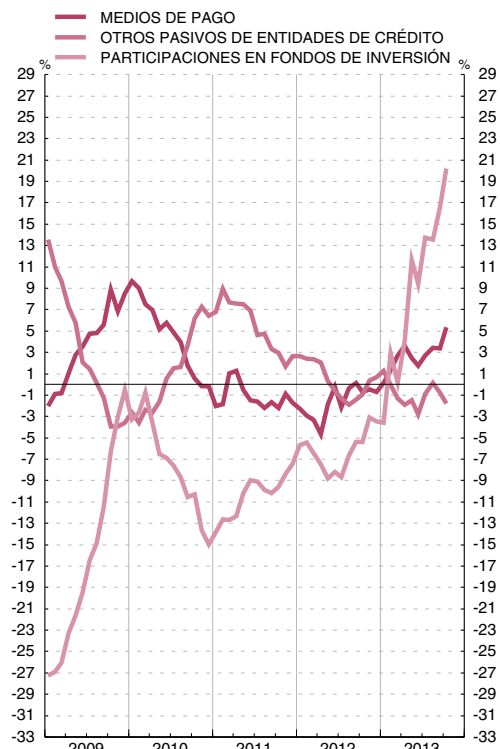
## 8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

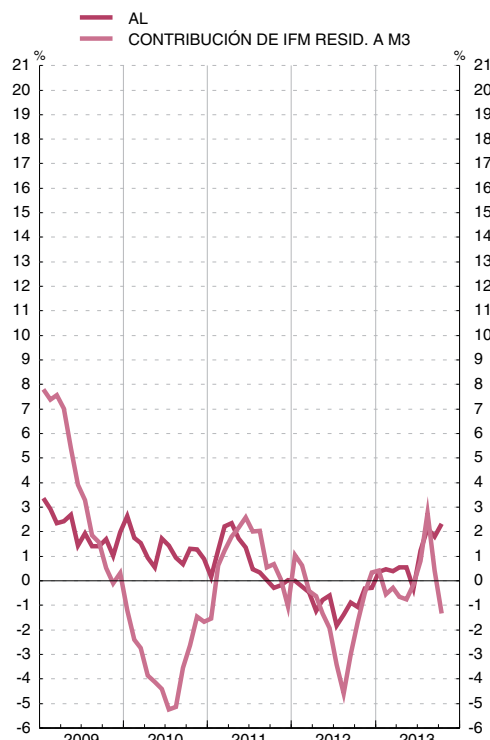
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión				Pro memoria	
	Saldos	1 T 12	T 1/12		Saldos	1 T 12	T 1/12			Saldos	1 T 12	T 1/12		AL (e)	Contribución de IFM resid. a M3
			Efec- tivo	Depó- sitos (b)			Otros depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de en- tidades de cré- dito	Depó- sitos en su- cursales en ex- terior			Renta fija en euros (d)	Resto		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>10</b>	518 326	-0,2	-0,3	-0,1	561 225	6,4	6,4	12,0	-22,2	124 357	-14,9	-29,5	1,6	0,9	-1,7
<b>11</b>	509 431	-1,7	-2,5	-1,5	576 058	2,6	-2,3	68,6	-28,9	115 157	-7,4	-10,3	-5,1	0,0	-1,1
<b>12</b>	505 781	-0,7	-3,4	-0,1	579 961	0,7	-0,2	6,7	9,6	111 148	-3,5	-7,2	-0,7	-0,3	0,3
<b>12 Jul</b>	504 243	-2,1	2,7	-3,2	560 623	-1,3	-9,2	97,1	-13,9	110 749	-8,7	-5,1	-11,3	-1,8	-3,4
<b>Ago</b>	504 198	-0,4	3,3	-1,2	558 883	-1,9	-9,6	90,8	-9,9	111 811	-6,7	-5,3	-7,7	-1,4	-4,6
<b>Sep</b>	502 901	0,1	2,0	-0,3	560 576	-1,4	-8,8	88,4	-11,8	111 594	-5,4	-5,5	-5,3	-0,9	-3,0
<b>Oct</b>	491 708	-0,7	0,7	-1,0	564 754	-0,9	-6,3	54,0	-10,9	111 724	-5,4	-6,4	-4,6	-1,1	-1,7
<b>Nov</b>	497 331	-0,4	-2,3	-0,0	570 846	0,4	-2,8	27,8	-1,0	111 721	-3,1	-6,7	-0,5	-0,3	-0,5
<b>Dic</b>	505 781	-0,7	-3,4	-0,1	579 961	0,7	-0,2	6,7	9,6	111 148	-3,5	-7,2	-0,7	-0,3	0,3
<b>13 Ene</b>	P 493 902	0,1	-4,1	1,1	582 003	1,2	1,5	-1,0	9,6	113 633	-3,6	-7,5	-0,7	0,4	0,4
<b>Feb</b>	P 497 971	1,3	-4,4	2,7	578 864	-0,1	1,5	-11,5	19,5	122 302	2,9	-1,8	6,3	0,5	-0,5
<b>Mar</b>	P 510 552	2,7	-3,3	4,1	571 583	-1,3	1,9	-23,1	11,3	117 382	0,2	-3,5	2,9	0,4	-0,3
<b>Abr</b>	P 505 604	3,6	-3,0	5,1	564 984	-1,9	2,7	-31,9	29,1	120 051	4,1	-1,2	8,2	0,5	-0,7
<b>May</b>	P 512 380	2,5	-5,4	4,3	562 208	-1,5	4,9	-40,8	29,8	125 636	11,6	4,7	17,1	0,5	-0,8
<b>Jun</b>	P 531 099	1,8	-7,8	4,0	552 844	-2,8	5,4	-49,5	5,4	122 302	9,4	6,8	11,5	-0,3	-0,2
<b>Jul</b>	A 517 802	2,7	-8,9	5,5	555 681	-0,9	8,0	-51,2	-0,8	125 961	13,7	10,8	16,0	1,2	0,8
<b>Ago</b>	A 521 414	3,4	-9,5	6,5	559 573	0,1	9,0	-50,2	-4,5	126 946	13,5	12,5	14,3	2,2	2,8
<b>Sep</b>	A 519 832	3,4	-9,5	6,4	556 145	-0,8	8,3	-52,7	-12,2	130 034	16,5	15,5	17,3	1,8	0,4
<b>Oct</b>	A 518 064	5,4	-9,4	8,9	554 633	-1,8	6,5	-51,9	-9,7	134 273	20,2	20,2	20,2	2,3	-1,3

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH  
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

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

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

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

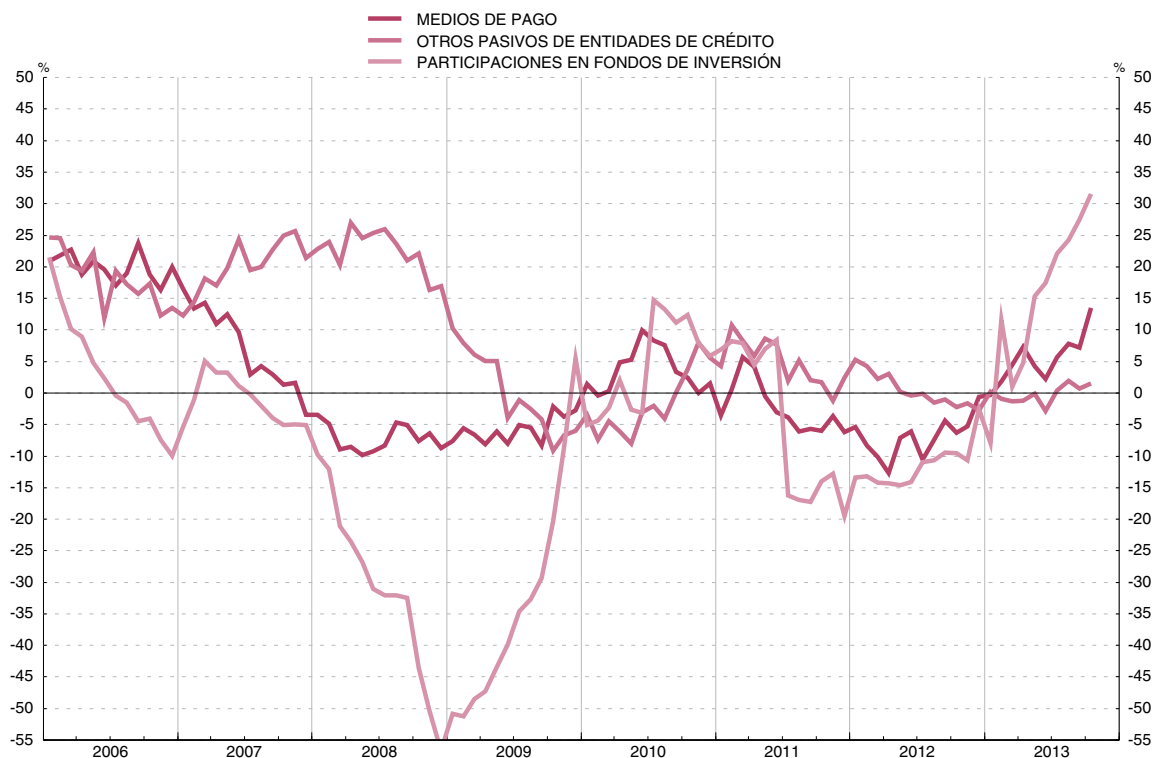
### 8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago (b)		Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión				
	SalDOS	Tasa inter-anual	SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		SalDOS	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		
					Otros depó-sitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
<b>10</b>	119 228	1,5	119 759	5,6	6,1	3,7	12 153	5,9	-9,4	22,1	
<b>11</b>	111 862	-6,2	122 648	2,4	-10,9	57,5	9 780	-19,5	-22,4	-17,2	
<b>12</b>	111 190	-0,6	119 319	-2,7	-7,1	7,6	9 534	-2,5	-3,2	-2,0	
<b>12 Jul</b>	103 295	-10,6	114 622	-0,1	-20,1	83,1	10 050	-10,9	-4,2	-15,7	
<i>Ago</i>	105 715	-7,4	115 283	-1,5	-20,6	74,0	9 952	-10,7	-6,7	-13,6	
<i>Sep</i>	106 860	-4,3	115 978	-1,0	-19,9	71,2	9 934	-9,4	-6,9	-11,3	
<i>Oct</i>	101 563	-6,3	114 501	-2,2	-17,4	46,4	9 931	-9,6	-8,1	-10,7	
<i>Nov</i>	105 257	-5,3	116 027	-1,7	-11,6	24,9	9 584	-10,7	-11,9	-9,7	
<i>Dic</i>	111 190	-0,6	119 319	-2,7	-7,1	7,6	9 534	-2,5	-3,2	-2,0	
<b>13 Ene</b>	P 105 804	-0,3	120 325	0,2	-3,8	9,3	9 745	-8,0	-12,5	-4,4	
<i>Feb</i>	P 108 652	1,8	120 060	-0,9	-3,3	4,7	11 916	11,6	7,5	14,8	
<i>Mar</i>	P 113 447	4,5	118 456	-1,4	-0,6	-3,2	10 634	1,0	-2,0	3,4	
<i>Abr</i>	P 110 498	7,3	116 997	-1,3	1,1	-6,3	10 855	4,7	-0,1	8,7	
<i>May</i>	P 114 193	4,2	117 454	-0,1	5,5	-11,4	11 790	15,3	8,7	20,8	
<i>Jun</i>	P 116 671	2,2	115 268	-2,8	5,6	-18,7	11 916	17,5	15,1	19,4	
<i>Jul</i>	A 109 118	5,6	115 119	0,4	12,3	-21,2	12 269	22,1	19,4	24,2	
<i>Ago</i>	A 113 989	7,8	117 499	1,9	14,6	-20,9	12 368	24,3	24,4	24,2	
<i>Sep</i>	A 114 506	7,2	116 790	0,7	16,3	-27,1	12 666	27,5	27,7	27,4	
<i>Oct</i>	A 115 222	13,4	116 247	1,5	17,0	-26,3	13 068	31,6	32,9	30,6	

#### SOCIEDADES NO FINANCIERAS Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

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

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

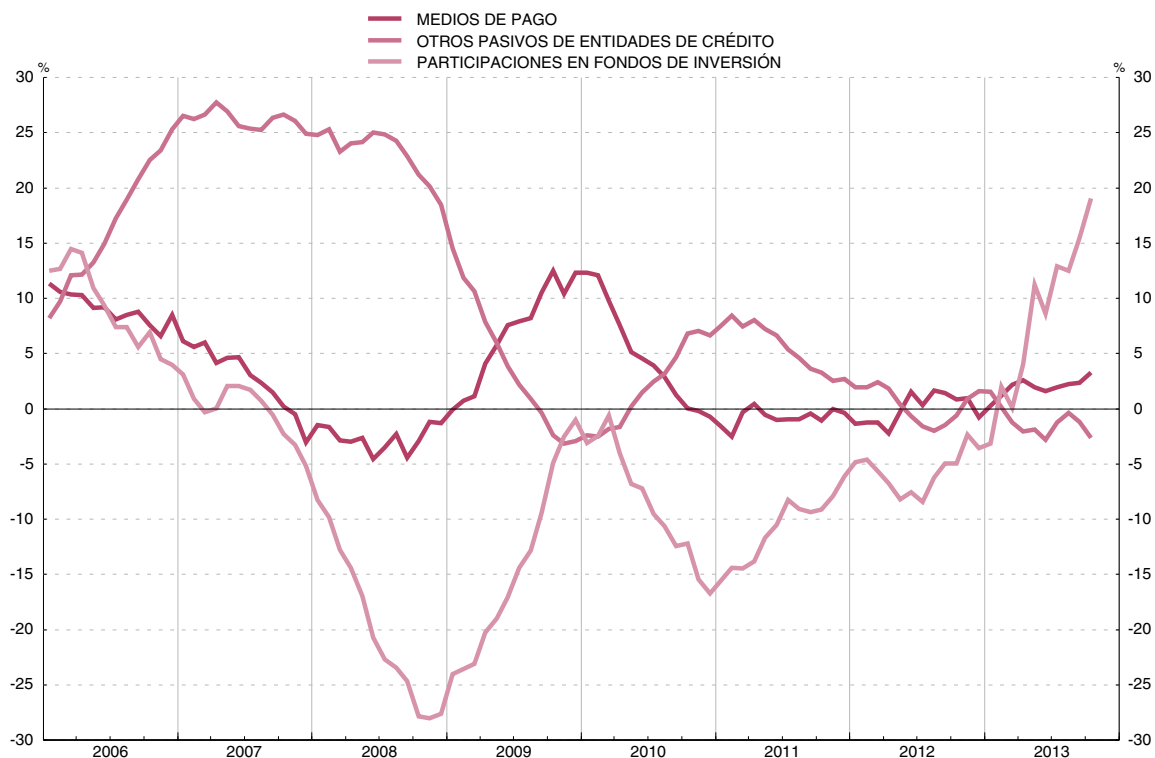
#### 8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual		Saldos	Tasa inter-anual	Tasa inter-anual	
			Efec-tivo	Depó-sitos a la vista (b)			Otros depó-sitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>10</b>	399 098	-0,7	-1,2	-0,5	441 465	6,7	6,5	10,2	112 204	-16,7	-31,1	-0,2
<b>11</b>	397 569	-0,4	-2,0	0,1	453 410	2,7	-0,3	57,9	105 377	-6,1	-8,9	-3,8
<b>12</b>	394 591	-0,7	-3,2	-0,0	460 642	1,6	1,2	6,1	101 614	-3,6	-7,5	-0,6
<b>12 Jul</b>	400 948	0,3	2,9	-0,4	446 001	-1,6	-6,9	90,7	100 699	-8,5	-5,2	-10,8
<i>Ago</i>	398 483	1,7	3,5	1,2	443 600	-2,0	-7,2	89,8	101 859	-6,2	-5,1	-7,1
<i>Sep</i>	396 041	1,4	2,1	1,2	444 598	-1,5	-6,4	87,3	101 660	-5,0	-5,3	-4,7
<i>Oct</i>	390 145	0,9	0,9	0,8	450 253	-0,6	-4,0	51,5	101 793	-5,0	-6,2	-4,0
<i>Nov</i>	392 073	0,9	-2,0	1,8	454 819	0,9	-1,1	26,9	102 137	-2,4	-6,1	0,5
<i>Dic</i>	394 591	-0,7	-3,2	-0,0	460 642	1,6	1,2	6,1	101 614	-3,6	-7,5	-0,6
<b>13 Ene</b>	P 388 098	0,3	-3,8	1,4	461 678	1,5	2,6	-10,1	103 887	-3,1	-7,0	-0,3
<i>Feb</i>	P 389 319	1,2	-4,1	2,7	458 804	0,2	2,4	-23,8	110 386	2,0	-2,7	5,5
<i>Mar</i>	P 397 105	2,2	-3,0	3,7	453 127	-1,3	2,4	-38,0	106 749	0,1	-3,6	2,9
<i>Abr</i>	P 395 105	2,6	-2,8	4,2	447 987	-2,0	3,0	-49,8	109 196	4,0	-1,3	8,1
<i>May</i>	P 398 187	2,0	-5,1	4,0	444 754	-1,9	4,8	-61,0	113 846	11,3	4,3	16,8
<i>Jun</i>	P 414 428	1,6	-7,4	4,3	437 576	-2,8	5,4	-72,3	110 386	8,6	6,0	10,7
<i>Jul</i>	A 408 684	1,9	-8,5	5,1	440 562	-1,2	7,2	-73,3	113 692	12,9	9,9	15,2
<i>Ago</i>	A 407 425	2,2	-9,1	5,6	442 074	-0,3	8,0	-72,9	114 578	12,5	11,3	13,4
<i>Sep</i>	A 405 326	2,3	-9,1	5,7	439 355	-1,2	6,8	-73,3	117 368	15,5	14,3	16,3
<i>Oct</i>	A 402 842	3,3	-9,0	6,9	438 385	-2,6	4,6	-72,8	121 205	19,1	18,9	19,2

#### HOGARES E ISFLSH Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

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

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

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

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



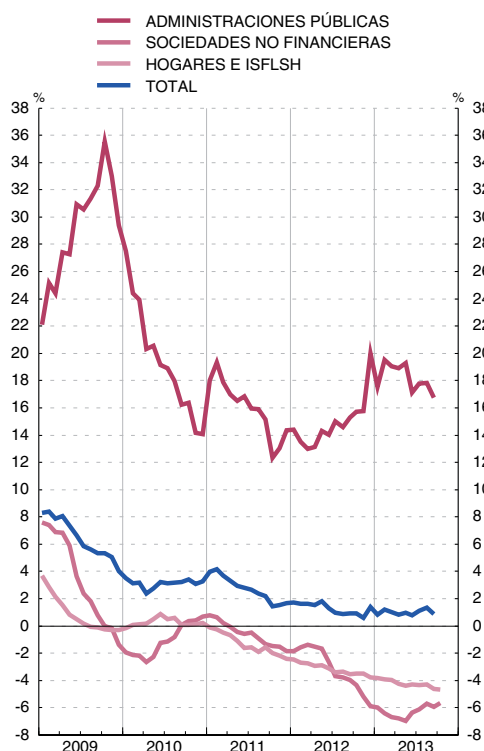
## 8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

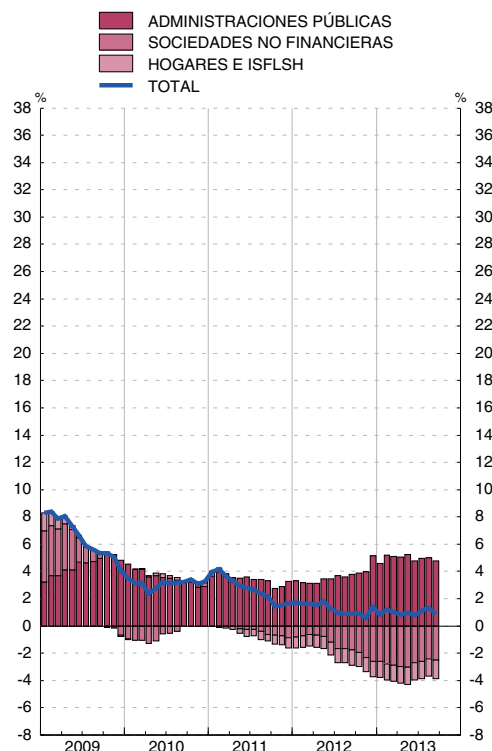
Millones de euros y porcentajes

	Total				Tasa interanual							Contribución a la tasa de total								
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH															
					Por sectores					Por instrumentos					Administraciones Públicas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH				
					Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crto fondos titul. y SGA(c)	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior	Sociedades no financieras	Hogares e ISFLSH	Prést. de ent. de crédito y fondos tituliz.	Valores distintos de acciones	Préstamos del exterior						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17				
<b>10</b>	2 845 927	90 502	3,3	14,1	0,5	0,7	0,2	-0,4	12,9	3,4	2,9	0,4	0,3	0,1	-0,3	0,3	0,4			
<b>11</b>	2 866 578	47 285	1,7	14,4	-2,1	-1,8	-2,4	-3,3	9,9	2,4	3,3	-1,6	-0,8	-0,8	-2,1	0,2	0,3			
<b>12</b>	2 860 088	40 211	1,4	20,0	-5,0	-5,9	-3,8	-5,8	14,2	-5,0	5,1	-3,7	-2,6	-1,2	-3,5	0,3	-0,6			
<b>12 Jul</b>	2 876 977	-20 310	1,0	15,0	-3,6	-3,7	-3,4	-4,6	10,2	-1,1	3,7	-2,7	-1,6	-1,1	-2,8	0,2	-0,1			
<b>12 Ago</b>	2 858 797	-17 678	0,9	14,6	-3,6	-3,8	-3,4	-4,6	9,9	-1,0	3,6	-2,7	-1,7	-1,0	-2,8	0,2	-0,1			
<b>12 Sep</b>	2 872 729	16 642	0,9	15,3	-3,8	-4,0	-3,6	-4,7	10,5	-2,0	3,8	-2,9	-1,8	-1,1	-2,9	0,2	-0,2			
<b>12 Oct</b>	2 857 839	-5 610	0,9	15,7	-4,0	-4,3	-3,5	-5,1	14,9	-2,0	3,9	-3,0	-1,9	-1,1	-3,1	0,4	-0,2			
<b>12 Nov</b>	2 864 031	8 214	0,6	15,8	-4,5	-5,2	-3,5	-5,5	14,8	-3,3	4,0	-3,4	-2,3	-1,1	-3,3	0,4	-0,4			
<b>12 Dic</b>	2 860 088	28 904	1,4	20,0	-5,0	-5,9	-3,8	-5,8	14,2	-5,0	5,1	-3,7	-2,6	-1,2	-3,5	0,3	-0,6			
<b>13 Ene</b>	P 2 846 112	-10 203	0,8	17,5	-5,1	-6,0	-3,8	-6,0	17,1	-4,9	4,6	-3,8	-2,6	-1,2	-3,6	0,4	-0,6			
<b>13 Feb</b>	P 2 858 529	21 417	1,2	19,5	-5,4	-6,4	-3,9	-6,0	10,9	-5,6	5,2	-4,0	-2,8	-1,2	-3,5	0,3	-0,7			
<b>13 Mar</b>	P 2 858 737	997	1,0	19,1	-5,6	-6,7	-4,0	-6,2	9,4	-5,5	5,1	-4,1	-2,9	-1,2	-3,6	0,2	-0,7			
<b>13 Abr</b>	P 2 841 674	-16 305	0,8	18,9	-5,8	-6,8	-4,2	-6,6	13,3	-5,4	5,1	-4,2	-3,0	-1,3	-3,9	0,3	-0,7			
<b>13 May</b>	P 2 852 467	12 661	1,0	19,3	-5,9	-6,9	-4,4	-7,0	13,6	-4,7	5,3	-4,3	-3,0	-1,3	-4,0	0,3	-0,6			
<b>13 Jun</b>	P 2 854 605	4 093	0,8	17,1	-5,5	-6,4	-4,3	-6,8	11,0	-2,6	4,8	-4,0	-2,7	-1,3	-3,9	0,3	-0,3			
<b>13 Jul</b>	A 2 842 656	-11 680	1,1	17,8	-5,4	-6,1	-4,3	-6,8	11,8	-2,3	5,0	-3,9	-2,6	-1,3	-3,9	0,3	-0,3			
<b>13 Ago</b>	A 2 830 048	-11 309	1,3	17,9	-5,1	-5,7	-4,3	-6,6	12,3	-1,9	5,0	-3,7	-2,4	-1,3	-3,8	0,3	-0,2			
<b>13 Sep</b>	A 2 833 078	4 650	0,9	16,7	-5,4	-5,9	-4,6	-6,9	10,5	-1,9	4,8	-3,9	-2,5	-1,4	-3,9	0,3	-0,2			
<b>13 Oct</b>	A ...	...	...	...	-5,3	-5,7	-4,7	-6,6	6,6	-1,6	...	...	...	...	...	...	...			

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS  
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

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

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

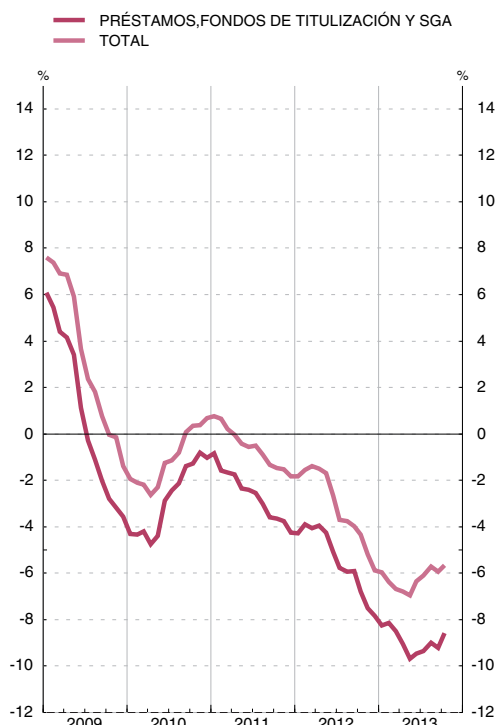
## 8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

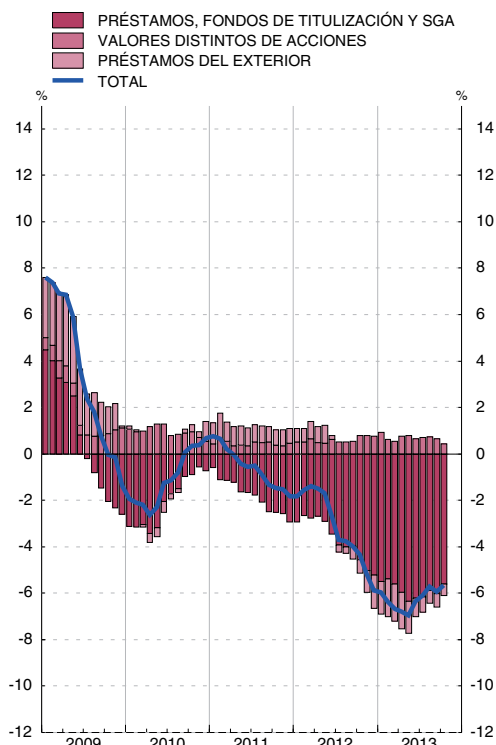
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes, préstamos titulizados fuera del balance y prtmos. transf. a SGA (c)			Valores distintos de acciones (b)			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera de balance y préstamos transfer. a SGA (c)	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total		
														del cual
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>10</b>	1 303 089	8 775	0,7	895 918	-1,0	-0,7	61 872	48 017	12,9	0,5	345 298	3,3	0,8	1 581
<b>11</b>	1 258 284	-23 876	-1,8	840 887	-4,2	-2,9	67 986	53 547	9,9	0,5	349 411	2,3	0,6	1 332
<b>12</b>	1 141 613	-74 123	-5,9	736 625	-7,8	-5,2	77 660	60 336	14,2	0,8	327 329	-5,2	-1,4	28 680
<b>12 Jul</b>	1 224 505	-12 104	-3,7	804 701	-5,8	-3,9	72 898	56 831	10,2	0,5	346 906	-1,1	-0,3	1 120
<b>Ago</b>	1 213 213	-10 557	-3,8	792 990	-5,9	-4,0	72 485	56 508	9,9	0,5	347 738	-1,0	-0,3	1 099
<b>Sep</b>	1 213 968	2 480	-4,0	792 423	-5,9	-4,0	73 926	58 047	10,5	0,6	347 619	-2,0	-0,6	1 115
<b>Oct</b>	1 201 208	-3 780	-4,3	783 848	-6,8	-4,6	77 194	60 517	14,9	0,8	340 166	-2,1	-0,6	1 064
<b>Nov</b>	1 189 254	-9 319	-5,2	776 667	-7,5	-5,0	77 580	59 887	14,8	0,8	335 006	-3,4	-0,9	1 256
<b>Dic</b>	1 141 613	-15 620	-5,9	736 625	-7,8	-5,2	77 660	60 336	14,2	0,8	327 329	-5,2	-1,4	28 680
<b>13 Ene</b>	P 1 133 687	-4 573	-6,0	727 251	-8,3	-5,5	80 023	62 176	17,1	0,9	326 413	-5,0	-1,4	28 651
<b>Feb</b>	P 1 121 358	-3 741	-6,4	715 050	-8,2	-5,4	78 835	60 687	10,9	0,6	327 473	-5,7	-1,6	40 969
<b>Mar</b>	P 1 115 716	-5 396	-6,7	709 349	-8,5	-5,6	79 245	61 177	9,4	0,5	327 122	-5,6	-1,6	39 785
<b>Abr</b>	P 1 112 091	-3 230	-6,8	702 436	-9,1	-6,0	80 742	61 531	13,3	0,8	328 913	-5,5	-1,6	39 701
<b>May</b>	P 1 102 424	-8 272	-6,9	691 057	-9,7	-6,3	81 712	62 045	13,6	0,8	329 655	-4,8	-1,4	39 644
<b>Jun</b>	P 1 096 910	-4 426	-6,4	686 289	-9,5	-6,2	80 870	60 616	11,0	0,6	329 752	-2,7	-0,8	39 700
<b>Jul</b>	A 1 088 620	-8 357	-6,1	680 607	-9,4	-6,1	81 505	60 262	11,8	0,7	326 508	-2,3	-0,7	39 686
<b>Ago</b>	A 1 082 906	-4 943	-5,7	672 286	-9,0	-5,9	81 420	60 395	12,3	0,7	329 200	-2,0	-0,6	39 512
<b>Sep</b>	A 1 081 125	-532	-5,9	670 068	-9,2	-6,0	81 707	60 661	10,5	0,6	329 350	-2,0	-0,6	39 331
<b>Oct</b>	A 1 081 037	343	-5,7	667 366	-8,6	-5,6	82 325	60 808	6,6	0,4	331 346	-1,7	-0,5	38 985

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

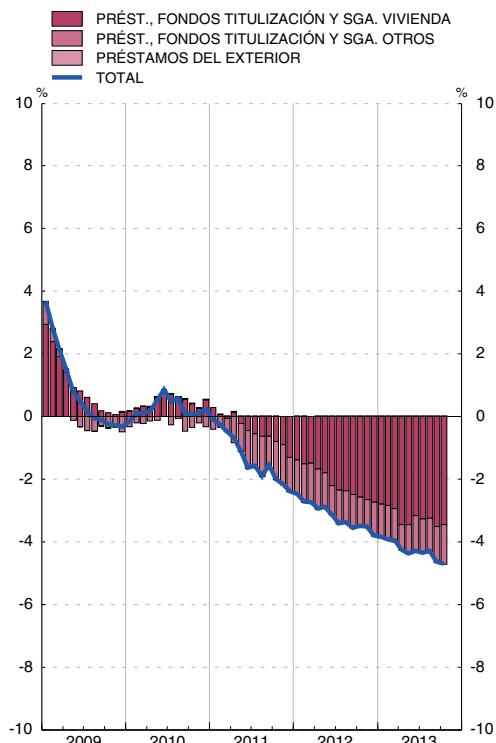
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de cred.resid.préstamos titulizados fuera del balance y pr.transf a SGA Vivienda (b)			Préstamos de entid. de cred.resid.préstamos titulizados fuera del balance y pr.transf a SGA Otros (b)			Préstamos del exterior de crédito residentes			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance y préstamos transferidos a SGA (b)	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa inter-anual	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa inter-anual	Contribución a la tasa del total	Vivienda	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
10	898 146	2 116	0,2	679 958	0,7	0,5	215 285	-1,3	-0,3	2 902	5,8	0,0	17 161	1 637
11	870 960	-21 481	-2,4	666 866	-1,7	-1,3	201 065	-4,7	-1,1	3 029	4,9	0,0	10 336	547
12	833 822	-32 985	-3,8	641 948	-3,6	-2,7	188 930	-4,7	-1,1	2 943	7,5	0,0	8 813	801
12 Jul	847 705	-7 522	-3,4	652 132	-3,1	-2,3	192 770	-4,6	-1,1	2 803	4,9	0,0	8 273	295
Ago	843 995	-3 943	-3,4	649 660	-3,1	-2,4	191 517	-4,4	-1,0	2 818	5,2	0,0	8 180	263
Sep	840 759	-2 251	-3,6	648 026	-3,3	-2,5	189 911	-4,6	-1,1	2 822	5,1	0,0	8 505	252
Oct	838 012	-2 447	-3,5	645 422	-3,4	-2,6	189 753	-4,0	-0,9	2 837	4,7	0,0	8 428	215
Nov	842 480	3 856	-3,5	643 606	-3,5	-2,6	195 991	-3,7	-0,9	2 883	6,0	0,0	8 511	997
Dic	833 822	-7 833	-3,8	641 948	-3,6	-2,7	188 930	-4,7	-1,1	2 943	7,5	0,0	8 813	801
13 Ene	P 828 505	-4 897	-3,8	638 400	-3,6	-2,8	187 158	-4,7	-1,1	2 947	8,5	0,0	8 525	917
Feb	P 823 226	-4 866	-3,9	635 262	-3,7	-2,8	184 999	-4,8	-1,1	2 965	8,5	0,0	8 295	947
Mar	P 819 423	-3 259	-4,0	633 487	-3,8	-2,9	182 949	-4,6	-1,1	2 987	9,3	0,0	8 048	621
Abr	P 814 676	-4 385	-4,2	629 249	-4,5	-3,5	182 425	-3,6	-0,8	3 001	9,2	0,0	7 348	610
May	P 811 877	-2 325	-4,4	626 553	-4,5	-3,4	182 309	-4,2	-1,0	3 015	9,2	0,0	7 009	621
Jun	P 814 285	3 276	-4,3	625 391	-4,1	-3,2	185 869	-4,9	-1,1	3 025	9,4	0,0	6 726	708
Jul	A 806 196	-7 752	-4,3	623 101	-4,2	-3,3	180 074	-4,9	-1,1	3 021	8,6	0,0	6 552	710
Ago	A 802 459	-3 209	-4,3	620 682	-4,2	-3,2	178 745	-4,7	-1,1	3 032	8,5	0,0	6 568	678
Sep	A 797 090	-4 999	-4,6	616 998	-4,5	-3,5	177 055	-5,1	-1,2	3 036	8,5	0,0	6 501	680
Oct	A 793 940	-2 888	-4,7	614 862	-4,5	-3,4	176 021	-5,6	-1,3	3 056	8,9	0,0	6 455	631

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).

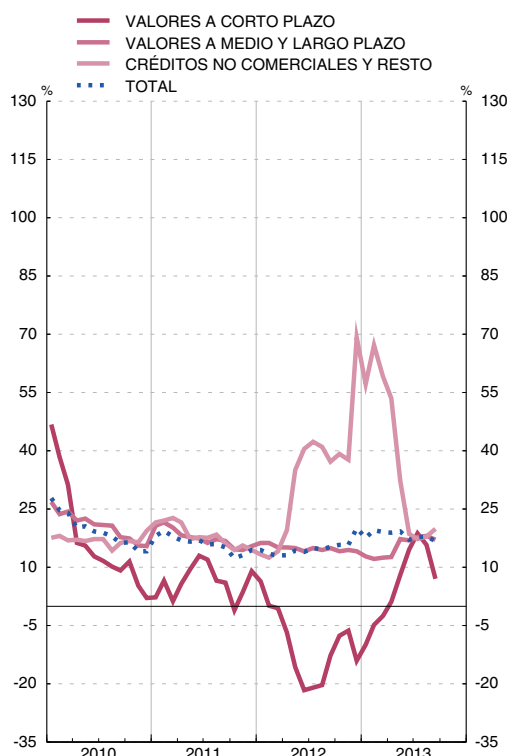
## 8.8. FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS RESIDENTES EN ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

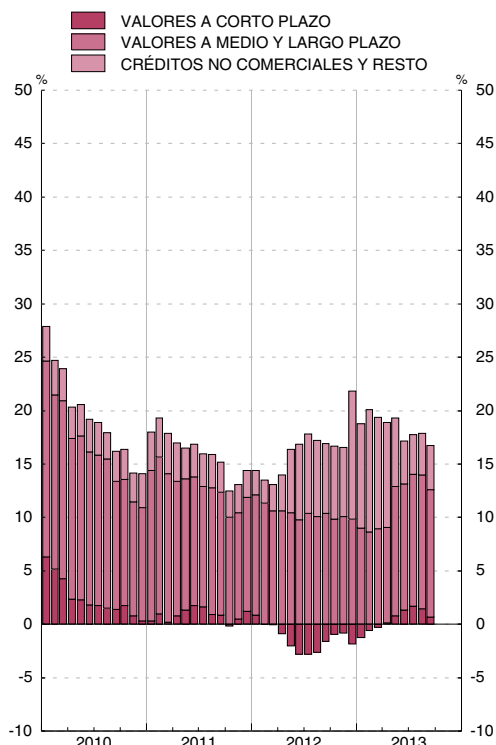
Millones de euros y porcentajes

	Financiación bruta			Valores a corto plazo				Valores a medio y largo plazo				Créditos no comerciales y resto (b)			
	Deuda PDE	Variación mensual de la deuda PDE	T1/12 de col. 1	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE	Saldos	Variación mensual	T1/12 de los saldos	Contribuciones a T1/12 del total deuda PDE
	(a)														
	1=4+8+12	2=5+9+13	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>09</b>	565 082	129 464	29,7	86 395	33 361	62,9	7,7	385 433	82 935	27,4	19,0	93 254	13 167	16,4	3,0
<b>10</b>	644 692	79 611	14,1	88 201	1 806	2,1	0,3	445 175	59 742	15,5	10,6	111 316	18 062	19,4	3,2
<b>11</b>	737 334	92 642	14,4	96 153	7 952	9,0	1,2	513 696	68 521	15,4	10,6	127 485	16 169	14,5	2,5
<b>12</b>	P 884 653	147 319	20,0	82 563	-13 590	-14,1	-1,8	586 464	72 768	14,2	9,9	215 627	88 142	69,1	12,0
<b>12 Abr</b>	P 769 489	-6 287	13,1	80 278	-5 205	-6,8	-0,9	548 214	-5 491	15,1	10,6	140 997	4 409	19,6	3,4
<b>May</b>	P 786 337	16 848	14,3	75 655	-4 623	-15,7	-2,1	553 781	5 567	14,9	10,4	156 901	15 903	35,1	5,9
<b>Jun</b>	P 805 452	19 116	14,0	72 386	-3 269	-21,7	-2,8	560 000	6 219	14,1	9,8	173 066	16 165	40,5	7,1
<b>Jul</b>	P 804 768	-685	15,0	73 843	1 456	-20,9	-2,8	555 544	-4 456	15,0	10,4	175 381	2 315	42,3	7,4
<b>Ago</b>	P 801 590	-3 178	14,6	72 057	-1 786	-20,3	-2,6	557 444	1 900	14,4	10,1	172 089	-3 292	41,0	7,2
<b>Sep</b>	P 818 003	16 413	15,3	79 770	7 713	-12,7	-1,6	567 236	9 792	15,0	10,4	170 997	-1 093	37,2	6,5
<b>Oct</b>	P 818 619	616	15,7	83 303	3 532	-7,6	-1,0	564 210	-3 026	14,1	9,9	171 106	110	39,3	6,8
<b>Nov</b>	P 832 297	13 678	15,8	87 469	4 166	-6,3	-0,8	575 086	10 876	14,5	10,1	169 742	-1 365	37,8	6,5
<b>Dic</b>	P 884 653	52 356	20,0	82 563	-4 906	-14,1	-1,8	586 464	11 377	14,2	9,9	215 627	45 885	69,1	12,0
<b>13 Ene</b>	P 883 920	-733	17,5	84 253	1 690	-9,9	-1,2	597 621	11 158	12,8	9,0	202 046	-13 581	57,1	9,8
<b>Feb</b>	P 913 945	30 025	19,5	85 141	889	-4,8	-0,6	610 626	13 004	12,1	8,6	218 177	16 132	67,2	11,5
<b>Mar</b>	P 923 597	9 653	19,1	83 260	-1 882	-2,6	-0,3	622 975	12 349	12,5	8,9	217 363	-814	59,1	10,4
<b>Abr</b>	A 914 908	-8 690	18,9	81 174	-2 085	1,1	0,1	617 203	-5 771	12,6	9,0	216 530	-833	53,6	9,8
<b>May</b>	A 938 166	23 258	19,3	81 755	581	8,1	0,8	649 017	31 813	17,2	12,1	207 394	-9 136	32,2	6,4
<b>Jun</b>	A 943 410	5 244	17,1	82 989	1 234	14,6	1,3	655 222	6 205	17,0	11,8	205 199	-2 195	18,6	4,0
<b>Jul</b>	A 947 839	4 430	17,8	87 660	4 672	18,7	1,7	654 512	-710	17,8	12,3	205 667	468	17,3	3,8
<b>Ago</b>	A 944 682	-3 157	17,9	83 451	-4 209	15,8	1,4	658 188	3 676	18,1	12,6	203 043	-2 624	18,0	3,9
<b>Sep</b>	A 954 863	10 181	16,7	85 402	1 951	7,1	0,7	664 511	6 322	17,1	11,9	204 950	1 908	19,9	4,2

FINANCIACIÓN BRUTA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS  
Tasas de variación interanual



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



FUENTE: BE.

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

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

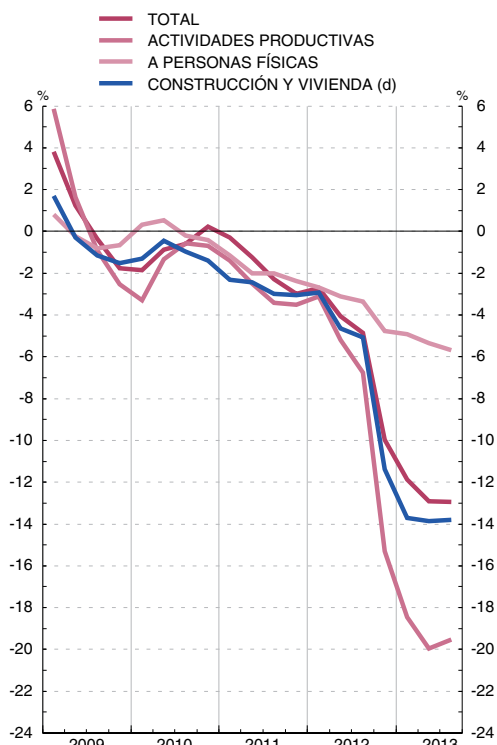
## 8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

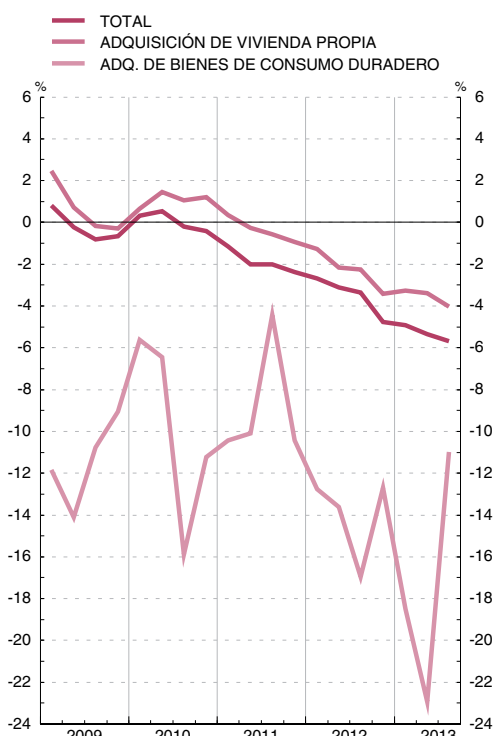
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas					Otras financ.a personas físicas por func. de gasto				Financiación a instituciones privadas sin fines de lucro	Sin clasificar	Pro memoria: construcción y vivienda (d)				
		Total	Agricultura, ganadería y pesca	Industria (excepto construcción)	Construcción	Servicios	Total	Adquisición y rehab. de vivienda propia	Bienes de consumo duradero	Resto (b)							
														Del cual	Servicios inmobiliarios	Del cual	Adquisición de vivienda
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15			
<b>10</b>	1 843 952	985 157	23 128	152 376	114 519	695 134	315 782	812 781	662 798	632 449	42 068	107 916	6 096	39 918	1 093 099		
<b>11</b>	1 782 555	944 058	21 782	143 246	98 546	680 483	298 323	793 430	656 452	626 550	37 686	99 292	7 000	38 067	1 053 321		
<b>12</b>	1 604 961	799 610	20 217	131 109	76 217	572 067	224 015	755 689	633 138	605 057	32 904	89 647	6 976	42 685	933 370		
<b>09 //</b>	1 861 005	1 007 492	23 732	158 800	134 690	690 271	324 663	815 068	651 564	620 920	49 583	113 922	5 382	33 063	1 110 917		
<b>///</b>	1 846 010	996 650	23 576	153 070	134 045	685 959	324 439	810 149	652 434	622 122	49 840	107 875	5 457	33 754	1 110 918		
<b>IV</b>	1 837 038	991 363	23 123	152 199	130 438	685 602	322 984	813 939	654 566	624 755	49 273	110 101	5 523	26 213	1 107 988		
<b>10 /</b>	1 827 087	985 197	22 791	149 368	126 464	686 574	322 820	811 242	655 473	625 856	47 716	108 053	5 372	25 276	1 104 758		
<b>//</b>	1 847 066	994 441	23 366	152 413	124 054	694 607	321 946	821 460	660 436	630 104	44 712	116 312	5 840	25 326	1 106 436		
<b>///</b>	1 837 278	991 374	23 456	152 031	121 514	694 374	320 090	810 717	659 232	628 696	40 259	111 225	5 743	29 444	1 100 836		
<b>IV</b>	1 843 952	985 157	23 128	152 376	114 519	695 134	315 782	812 781	662 798	632 449	42 068	107 916	6 096	39 918	1 093 099		
<b>11 /</b>	1 824 256	971 962	22 618	145 796	109 582	693 966	312 152	804 029	658 133	628 138	41 073	104 823	5 710	42 554	1 079 867		
<b>//</b>	1 817 800	963 039	22 435	146 481	105 489	688 634	308 424	805 058	658 999	628 377	40 201	105 858	5 898	43 806	1 072 912		
<b>///</b>	1 788 847	951 096	22 203	145 503	102 258	681 132	303 506	794 554	655 726	625 101	38 478	100 350	6 557	36 639	1 061 491		
<b>IV</b>	1 782 555	944 058	21 782	143 246	98 546	680 483	298 323	793 430	656 452	626 550	37 686	99 292	7 000	38 067	1 053 321		
<b>12 /</b>	1 768 488	935 176	21 416	139 850	96 193	677 716	295 696	782 441	649 716	620 182	35 835	96 890	6 643	44 228	1 041 606		
<b>//</b>	1 744 215	912 949	21 085	138 007	91 869	661 988	286 942	779 915	644 201	614 707	34 726	100 988	7 013	44 338	1 023 912		
<b>///</b>	1 701 789	886 962	20 852	135 138	87 794	643 178	280 245	767 855	639 522	610 943	31 953	96 381	6 910	40 061	1 007 561		
<b>IV</b>	1 604 961	799 610	20 217	131 109	76 217	572 067	224 015	755 689	633 138	605 057	32 904	89 647	6 976	42 685	933 370		
<b>13 /</b>	1 558 660	762 449	19 138	127 110	69 013	547 189	204 281	743 849	625 439	599 955	29 212	89 199	6 759	45 602	898 732		
<b>//</b>	1 519 123	730 765	18 974	122 351	64 195	525 245	198 432	738 107	618 663	593 929	26 762	92 683	6 754	43 497	881 290		
<b>///</b>	1 481 543	713 773	18 731	118 251	62 934	513 858	195 083	724 319	610 497	586 295	28 439	85 383	6 882	36 569	868 514		

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



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



FUENTE: BE.

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

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

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

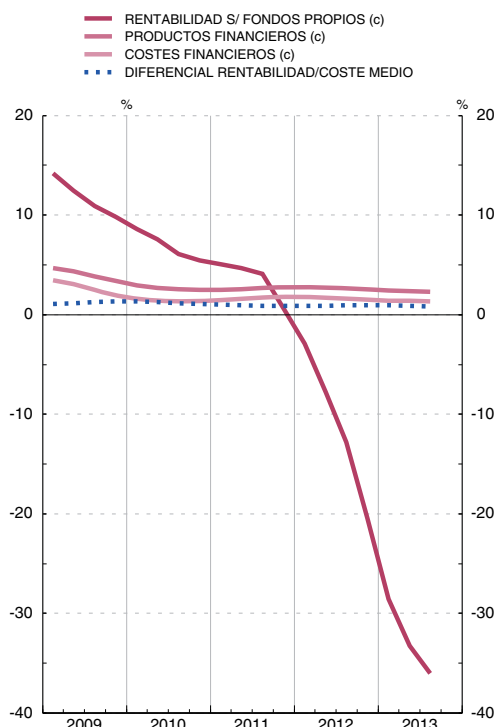
d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

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

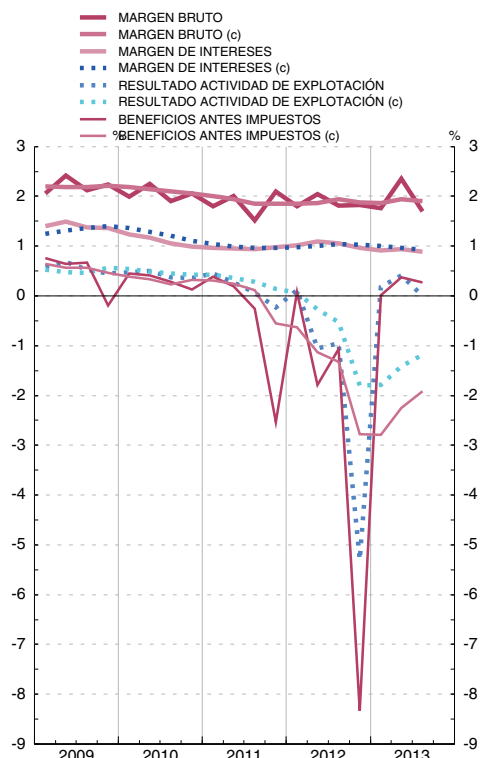
■ Serie representada gráficamente.

	En porcentaje sobre el balance medio ajustado										En porcentaje				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	Productos financieros	Costes	Margen de intereses	Rendimiento instru. cap. y otros pto. y gastos	Margen bruto	Gastos de explotación	Del cual De personal	Otros resultados de explotación	Resultado de la actividad de explotación	Resto de productos y costes	Benefic. antes de impuest. (cont. hasta 1991)	Rentabilidad media de Fondos propios (a)	Rentabilidad media de operac. activas (b)	Coste medio de operaciones pasivas (b)	Diferencia (13-14)
<b>10</b>	2,5	1,6	1,0	1,1	2,1	1,0	0,6	0,7	0,4	0,5	0,1	5,4	2,7	1,6	1,1
<b>11</b>	2,8	1,8	1,0	1,1	2,1	0,9	0,5	1,4	-0,2	2,2	-2,5	-8,5	2,9	2,1	0,9
<b>12</b>	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
<b>10 / IV</b>	2,5	1,6	1,0	1,1	2,1	1,0	0,6	0,7	0,4	0,5	0,1	5,4	2,7	1,6	1,1
<b>11 /</b>	2,6	1,6	1,0	0,8	1,8	0,9	0,6	0,4	0,4	0,1	0,4	5,2	2,7	1,7	1,0
<b>II</b>	2,7	1,8	1,0	1,1	2,0	1,0	0,6	0,8	0,3	0,1	0,2	4,1	2,8	1,8	0,9
<b>III</b>	2,8	1,8	0,9	0,6	1,5	0,9	0,5	0,5	0,1	0,3	-0,3	1,7	2,8	2,0	0,9
<b>IV</b>	2,8	1,8	1,0	1,1	2,1	0,9	0,5	1,4	-0,2	2,2	-2,5	-8,5	2,9	2,1	0,9
<b>12 /</b>	2,7	1,7	1,0	0,8	1,8	0,9	0,5	0,8	0,1	0,2	0,1	-8,9	3,0	2,1	0,9
<b>II</b>	2,6	1,5	1,1	1,0	2,0	0,9	0,5	2,3	-1,1	0,6	-1,8	-15,4	3,0	2,0	0,9
<b>III</b>	2,4	1,4	1,1	0,8	1,8	0,8	0,5	2,0	-1,0	0,5	-1,1	-18,3	2,9	1,9	1,0
<b>IV</b>	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
<b>13 /</b>	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
<b>II</b>	2,3	1,3	0,9	1,4	2,4	0,9	0,5	1,0	0,4	0,2	0,4	-34,2	2,5	1,7	0,9
<b>III</b>	2,2	1,3	0,9	0,8	1,7	0,9	0,5	0,8	-0,0	0,4	0,3	-29,2	2,4	1,6	0,8

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



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



FUENTE: BE.

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

a. Beneficio antes de impuestos dividido por Fondos propios.

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

c. Media de los cuatro últimos trimestres.

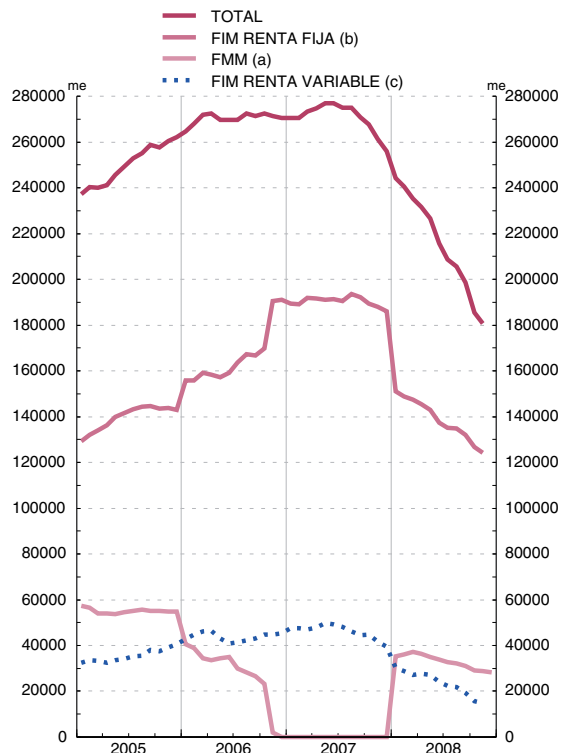
### 8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

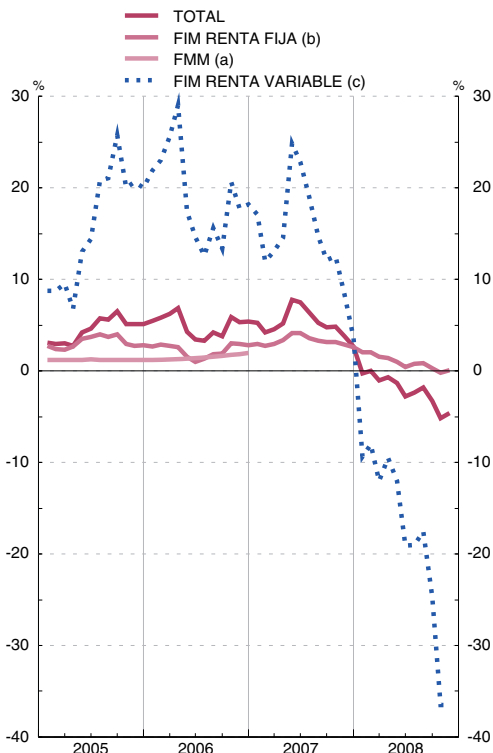
Millones de euros y porcentajes

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

PATRIMONIO



RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

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

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

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

d. Fondos globales.

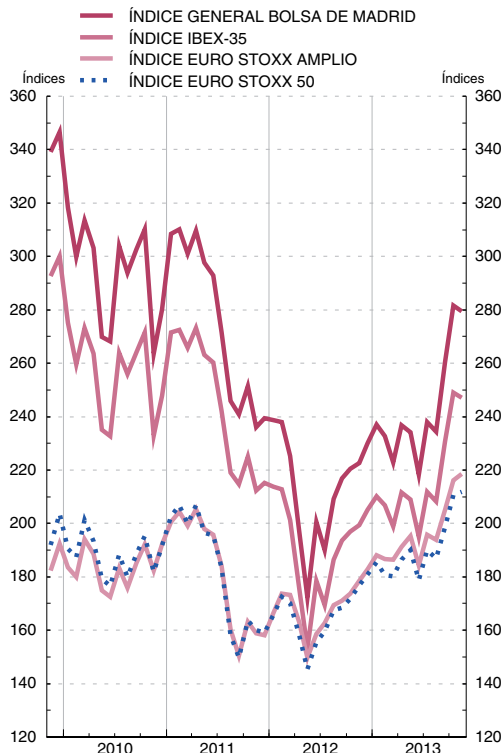
## 8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

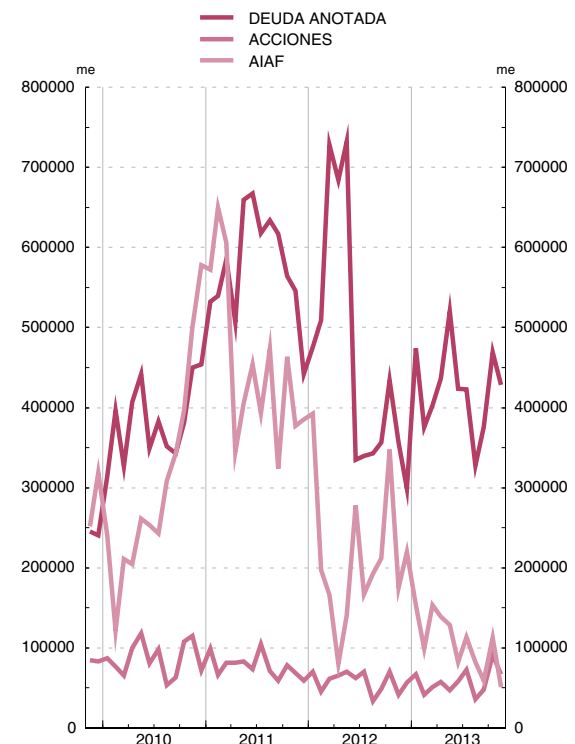
Índices, millones de euros y miles de contratos

	Índices de cotización de acciones				Contratación de mercados (importes en millones de euros)							
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)	
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>11</b>	986,15	9 727,31	258,92	2 646,26	926 265	70 978	6 911 206	5 448 502	-	29 630	-	5 591
<b>12</b>	764,56	7 579,94	240,67	2 419,01	696 262	60 247	5 592 323	2 568 756	-	34 928	-	4 988
<b>13</b>	A 871,60	8 607,44	280,56	2 781,47	638 411	43 144	4 656 857	1 174 407	-	24 770	-	5 299
<b>12 Ago</b>	749,84	7 420,50	241,70	2 440,71	33 630	3 945	342 962	192 740	...	2 044	...	374
<b>Sep</b>	777,05	7 708,50	244,21	2 454,26	48 788	6 081	356 661	212 006	...	4 937	...	357
<b>Oct</b>	790,12	7 842,90	248,10	2 503,64	69 931	4 267	433 914	347 799	...	1 819	...	338
<b>Nov</b>	798,04	7 934,60	254,83	2 575,25	41 854	6 008	356 491	174 889	...	1 899	...	289
<b>Dic</b>	824,70	8 167,50	260,84	2 635,93	56 525	3 124	299 126	219 645	...	4 220	...	264
<b>13 Ene</b>	848,79	8 362,30	268,57	2 702,98	67 086	2 883	473 866	153 501	...	2 129	...	329
<b>Feb</b>	833,59	8 230,30	266,35	2 633,55	41 708	4 120	375 821	99 348	...	1 973	...	477
<b>Mar</b>	798,39	7 920,00	266,08	2 624,02	51 354	2 922	402 758	153 583	...	2 730	...	480
<b>Abr</b>	848,43	8 419,00	272,83	2 717,38	57 151	7 269	436 218	138 762	...	1 379	...	513
<b>May</b>	839,10	8 320,60	278,88	2 769,64	47 390	5 641	520 390	128 741	...	2 067	...	481
<b>Jun</b>	781,82	7 762,70	263,09	2 602,59	58 232	2 542	423 791	82 324	...	2 628	...	567
<b>Jul</b>	852,30	8 433,40	279,46	2 768,15	72 758	2 889	422 716	113 400	...	2 065	...	473
<b>Ago</b>	840,02	8 290,50	276,67	2 721,37	36 105	2 463	327 954	82 025	...	1 351	...	437
<b>Sep</b>	933,30	9 186,10	292,93	2 893,15	47 994	3 141	375 746	59 021	...	2 519	...	441
<b>Oct</b>	1 009,27	9 907,90	308,51	3 067,95	91 508	5 578	468 990	112 558	...	3 457	...	545
<b>Nov</b>	P 1 001,44	9 837,60	312,01	3 086,64	67 126	3 697	428 607	51 145	...	2 473	...	556

ÍNDICE DE COTIZACIÓN DE ACCIONES  
Base enero de 1994 = 100



CONTRATACIÓN DE MERCADOS



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



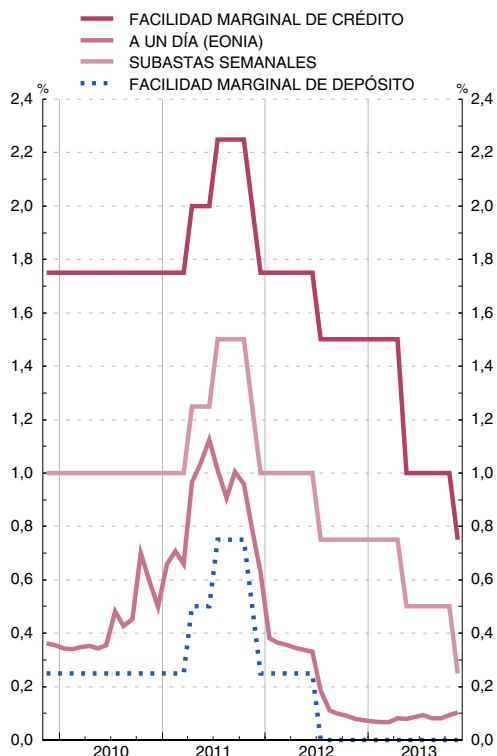
## 9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

Medias de datos diarios. Porcentajes

	Eurosistema: operaciones de regulación monetaria				Mercado interbancario													
	Operaciones principales de financiación: subastas semanales	Operaciones de financiación a largo plazo: subastas mensuales	Facilidades permanentes		Zona del euro: depósitos (euríbor) (a)					España								
			De crédito	De depósito	Día a día (EONIA)	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Depósitos no transferibles					Operaciones temporales con deuda pública			
										Día a día	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Día a día	A un mes	A tres meses	A un año
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
11	1,00	1,00	1,75	0,25	0,871	1,18	1,39	1,64	2,01	1,02	1,33	1,34	1,57	2,64	0,88	1,17	1,39	2,04
12	0,75	0,75	1,50	0,00	0,229	0,33	0,57	0,83	1,11	0,27	0,76	1,06	-	1,72	0,18	0,41	0,56	1,00
13	0,25	0,25	0,75	0,00	0,082	0,12	0,22	0,33	0,54	0,15	0,43	1,07	0,33	0,53	0,08	0,32	0,42	-
12 Ago	0,75	0,75	1,50	0,00	0,110	0,13	0,33	0,61	0,88	0,21	0,59	-	-	-	0,15	0,45	-	-
Sep	0,75	0,75	1,50	0,00	0,099	0,12	0,25	0,48	0,74	0,21	2,22	-	-	-	0,10	0,43	0,46	-
Oct	0,75	0,75	1,50	0,00	0,091	0,11	0,21	0,41	0,65	0,20	0,60	-	-	-	0,15	0,51	0,67	-
Nov	0,75	0,75	1,50	0,00	0,079	0,11	0,19	0,36	0,59	0,14	0,65	-	-	-	0,06	0,53	0,64	-
Dic	0,75	0,75	1,50	0,00	0,073	0,11	0,19	0,32	0,55	0,18	0,20	-	-	-	0,09	0,46	0,58	-
13 Ene	0,75	0,75	1,50	0,00	0,069	0,11	0,20	0,34	0,58	0,13	0,45	-	-	-	0,03	0,25	0,30	-
Feb	0,75	0,75	1,50	0,00	0,068	0,12	0,22	0,36	0,59	0,11	0,59	-	-	-	0,04	0,27	0,42	-
Mar	0,75	0,75	1,50	0,00	0,067	0,12	0,21	0,33	0,55	0,20	0,39	-	-	-	0,07	0,29	0,42	-
Abr	0,75	0,75	1,50	0,00	0,081	0,12	0,21	0,32	0,53	0,16	0,56	-	-	-	0,07	0,36	0,48	-
May	0,50	0,50	1,00	0,00	0,079	0,11	0,20	0,30	0,48	0,15	0,40	1,75	-	-	0,08	0,33	0,45	-
Jun	0,50	0,50	1,00	0,00	0,086	0,12	0,21	0,32	0,51	0,17	0,56	-	-	-	0,13	0,34	0,43	-
Jul	0,50	-	1,00	0,00	0,093	0,13	0,22	0,34	0,53	0,21	0,31	0,22	0,33	0,52	0,13	0,38	0,42	-
Ago	0,50	0,50	1,00	0,00	0,082	0,13	0,23	0,34	0,54	0,15	0,19	1,25	-	0,53	0,06	0,41	0,49	-
Sep	0,50	0,50	1,00	0,00	0,080	0,13	0,22	0,34	0,54	0,14	0,42	-	-	0,55	0,05	0,36	0,36	-
Oct	0,50	0,50	1,00	0,00	0,093	0,13	0,23	0,34	0,54	0,11	0,41	-	-	0,54	0,07	0,33	0,57	-
Nov	0,25	0,25	0,75	0,00	0,103	0,13	0,22	0,33	0,51	0,13	0,50	-	-	0,53	0,10	0,20	0,24	-

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



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



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

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

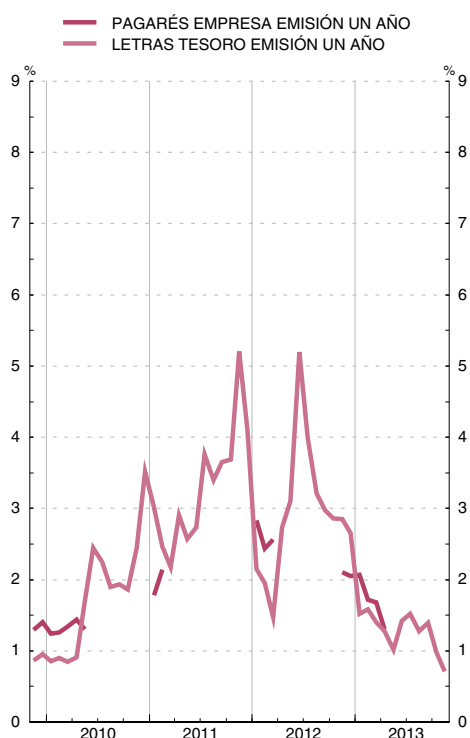
## 9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

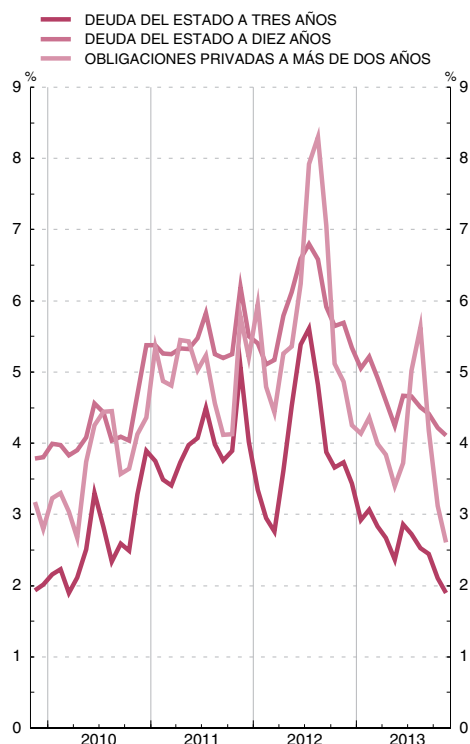
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo							
	Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado							Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal					Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta		
					A tres años	A cinco años	A diez años	A quince años	A treinta años	A tres años	A diez años	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
11	3,31	3,04	1,95	3,11	4,11	4,64	5,55	5,99	5,96	3,97	5,44	5,00
12	2,93	2,67	2,40	3,24	3,93	4,79	5,72	-	6,14	3,98	5,85	5,80
13	1,28	1,19	1,47	3,06	2,50	3,49	4,77	5,07	5,46	2,58	4,60	4,00
12 Ago	3,21	3,09	2,44	2,74	4,85	6,06	6,71	-	-	4,82	6,58	8,30
Sep	2,98	2,63	-	2,92	3,55	4,58	5,70	-	-	3,88	5,92	7,06
Oct	2,86	2,54	-	3,76	3,27	4,00	5,47	-	-	3,66	5,65	5,12
Nov	2,85	2,42	2,10	3,72	3,66	4,79	5,56	-	6,37	3,73	5,69	4,86
Dic	2,65	2,26	2,05	3,63	3,16	4,08	4,67	-	5,93	3,44	5,34	4,25
13 Ene	1,52	1,43	2,07	3,37	2,77	3,81	5,40	5,57	5,71	2,92	5,05	4,14
Feb	1,58	1,47	1,72	3,36	2,57	4,29	5,22	5,82	-	3,07	5,22	4,36
Mar	1,40	1,36	1,68	2,94	2,31	3,58	4,92	-	5,46	2,83	4,92	3,99
Abr	1,27	1,11	1,30	2,88	2,81	3,29	4,63	-	-	2,67	4,59	3,84
May	1,01	1,02	-	2,83	2,47	3,03	4,45	4,56	-	2,37	4,25	3,40
Jun	1,42	1,35	1,01	2,98	2,73	3,64	4,82	-	-	2,86	4,67	3,72
Jul	1,52	1,35	-	3,56	2,79	3,77	4,76	5,19	-	2,73	4,66	5,02
Ago	1,28	1,24	-	3,10	2,66	3,59	-	-	-	2,53	4,51	5,63
Sep	1,39	1,23	-	2,91	2,24	3,50	4,53	4,83	-	2,45	4,42	4,18
Oct	0,98	0,87	-	3,01	2,08	3,08	-	-	5,21	2,10	4,22	3,12
Nov	0,71	0,71	1,00	2,74	2,12	2,89	4,18	4,49	-	1,90	4,11	2,61

### MERCADO PRIMARIO



### MERCADO SECUNDARIO



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

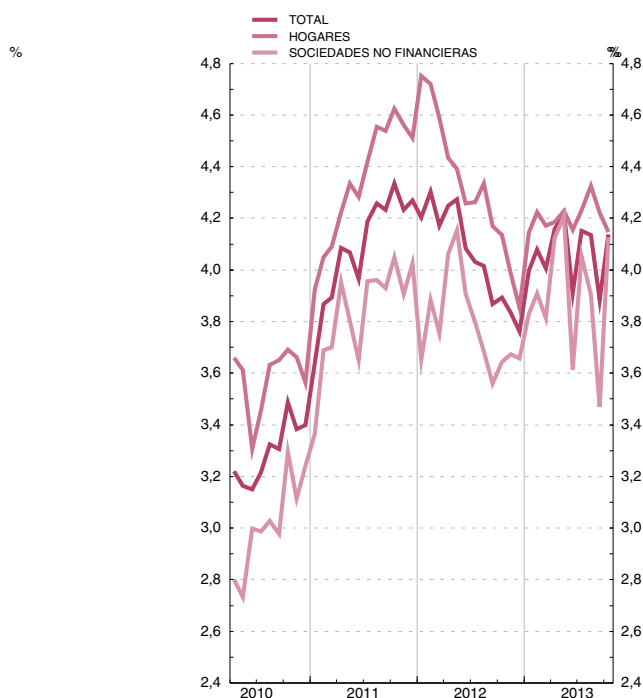
**9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002) NEDD/SDDS (a)**

■ Serie representada gráficamente.

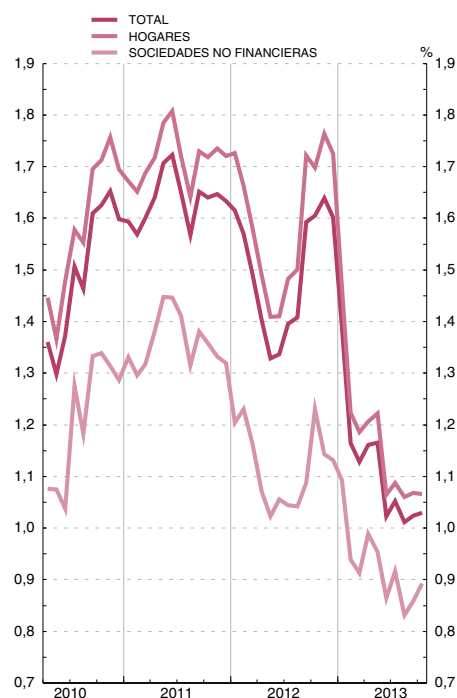
Porcentajes

	Préstamos y créditos (TAE) (b)							Depósitos (TEDR) (b)									
	Tipo sintético (d)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (d)	Hogares e ISFLSH				Sociedades no financieras				
		1	2	3	4	5	6		7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>11</b>	4,27	4,51	3,66	7,29	4,02	5,39	3,51	1,63	1,72	0,28	2,79	0,86	1,32	0,61	2,13	1,00	
<b>12</b>	3,76	3,86	2,93	6,98	3,66	5,35	2,98	1,60	1,72	0,21	2,83	1,39	1,13	0,37	2,08	1,32	
<b>13</b>	A	4,14	4,15	3,12	7,70	4,13	5,39	3,33	1,03	1,07	0,18	1,74	0,12	0,89	0,40	1,51	0,17
<b>12 Mar</b>	4,17	4,59	3,74	7,41	3,75	5,49	2,96	1,49	1,58	0,28	2,53	0,39	1,16	0,56	1,88	0,51	
<b>Abr</b>	4,25	4,43	3,53	7,48	4,06	5,82	3,21	1,40	1,49	0,27	2,37	0,58	1,07	0,54	1,68	0,60	
<b>May</b>	4,27	4,39	3,47	7,46	4,15	5,56	3,60	1,33	1,41	0,26	2,26	0,64	1,02	0,51	1,69	0,48	
<b>Jun</b>	4,08	4,26	3,40	7,04	3,91	5,58	3,36	1,34	1,41	0,26	2,31	0,77	1,06	0,52	1,79	0,64	
<b>Jul</b>	4,03	4,26	3,34	7,32	3,80	5,70	2,98	1,40	1,48	0,24	2,44	0,72	1,04	0,49	1,77	0,58	
<b>Ago</b>	4,01	4,33	3,31	7,76	3,68	5,81	2,74	1,41	1,50	0,25	2,47	0,75	1,04	0,46	1,81	0,48	
<b>Sep</b>	3,87	4,17	3,18	7,50	3,56	5,51	2,57	1,59	1,72	0,26	2,84	1,14	1,09	0,44	1,93	0,95	
<b>Oct</b>	3,89	4,14	3,18	7,34	3,64	5,61	2,71	1,61	1,70	0,25	2,77	1,11	1,23	0,43	2,26	0,72	
<b>Nov</b>	3,83	3,99	3,06	7,00	3,67	5,58	2,73	1,64	1,76	0,22	2,91	1,29	1,14	0,40	2,11	0,51	
<b>Dic</b>	3,76	3,86	2,93	6,98	3,66	5,35	2,98	1,60	1,72	0,21	2,83	1,39	1,13	0,37	2,08	1,32	
<b>13 Ene</b>	4,00	4,14	3,16	7,48	3,83	5,67	2,93	1,39	1,47	0,20	2,37	0,63	1,09	0,38	1,95	0,89	
<b>Feb</b>	4,08	4,22	3,26	7,49	3,91	5,65	3,10	1,16	1,22	0,21	1,95	0,38	0,94	0,39	1,63	0,38	
<b>Mar</b>	4,01	4,17	3,22	7,42	3,81	5,57	2,94	1,13	1,19	0,21	1,90	0,36	0,91	0,34	1,63	0,62	
<b>Abr</b>	4,16	4,19	3,20	7,55	4,12	5,87	3,10	1,16	1,21	0,20	1,94	0,32	0,99	0,39	1,75	0,38	
<b>May</b>	4,22	4,23	3,18	7,82	4,21	5,78	3,28	1,17	1,22	0,21	1,97	0,25	0,95	0,41	1,67	0,22	
<b>Jun</b>	3,91	4,16	3,16	7,47	3,62	5,49	2,85	1,02	1,06	0,18	1,75	0,27	0,86	0,42	1,46	0,43	
<b>Jul</b>	4,15	4,23	3,19	7,76	4,05	5,62	3,14	1,05	1,09	0,18	1,78	0,28	0,92	0,38	1,58	0,37	
<b>Ago</b>	4,14	4,33	3,27	7,98	3,90	5,40	2,87	1,01	1,06	0,18	1,73	0,20	0,83	0,40	1,38	0,32	
<b>Sep</b>	3,88	4,22	3,20	7,77	3,47	5,39	2,50	1,02	1,07	0,19	1,74	0,19	0,86	0,45	1,37	0,32	
<b>Oct</b>	P	4,14	4,15	3,12	7,70	4,13	5,39	3,33	1,03	1,07	0,18	1,74	0,12	0,89	0,40	1,51	0,17

**PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS TIPOS SINTÉTICOS**



**DEPÓSITOS TIPOS SINTÉTICOS**



FUENTE: BE.

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

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

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

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

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

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

■ Serie representada gráficamente.

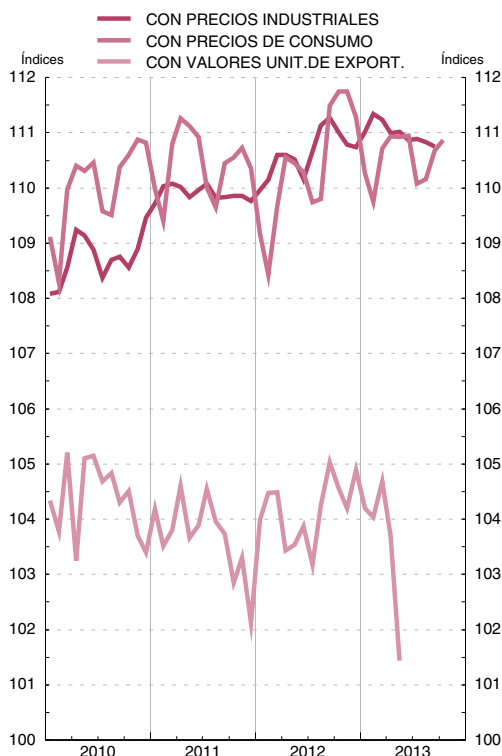
Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea (UE 28)									Frente a la zona del euro (a)				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales (d)	Con costes laborales unitarios de manufacturas (d)	Con valores unitarios de las exportaciones
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales (d)	Con valores unitarios de las exportaciones (e)		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales (d)	Con valores unitarios de las exportaciones (e)					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>10</b>	109,1	110,0	109,6	102,1	101,8	107,1	108,0	107,6	100,2	108,7	110,0	110,4	110,8	104,4
<b>11</b>	110,1	110,2	107,6	101,4	101,9	108,0	108,2	105,6	99,6	109,9	110,4	108,4	111,7	103,7
<b>12</b>	110,2	109,6	101,7	101,7	101,4	108,6	108,0	100,3	100,2	110,6	110,4	103,1	108,2	104,2
<b>11 IV</b>	110,1	110,6	106,5	100,6	102,1	107,8	108,3	104,3	98,5	109,8	110,5	107,1	114,2	102,8
<b>12 I</b>	110,1	108,6	104,5	101,8	101,7	108,2	106,8	102,7	100,1	110,2	109,1	105,6	107,7	104,3
<b>II</b>	110,1	109,8	103,0	101,2	101,5	108,4	108,1	101,4	99,7	110,4	110,4	104,2	108,7	103,6
<b>III</b>	110,3	109,2	101,7	101,6	101,1	109,1	108,0	100,6	100,5	111,0	110,3	103,3	108,3	104,1
<b>IV</b>	110,3	110,6	97,8	102,1	101,3	108,9	109,2	96,5	100,8	110,8	111,6	99,1	108,2	104,6
<b>13 I</b>	111,1	109,8	99,1	101,9	101,8	109,1	107,8	97,3	100,1	111,2	110,3	99,8	105,3	104,3
<b>II</b>	110,8	110,5	99,0	...	101,9	108,8	108,5	97,2	...	111,0	110,9	99,9	106,2	...
<b>III</b>	110,7	110,0	98,8	...	102,0	108,6	107,9	96,9	...	110,8	110,3	99,7	105,8	...
<b>13 Feb</b>	111,3	109,3	...	101,6	101,9	109,2	107,3	...	99,7	111,3	109,8	...	...	104,0
<b>Mar</b>	111,1	110,4	99,1	102,2	101,9	109,1	108,3	97,3	100,3	111,2	110,7	99,8	105,3	104,7
<b>Abr</b>	110,8	110,5	...	101,3	101,8	108,8	108,5	...	99,5	111,0	110,9	...	...	103,7
<b>May</b>	110,9	110,5	...	99,1	101,8	108,9	108,5	...	97,4	111,0	110,9	...	...	101,4
<b>Jun</b>	110,8	110,7	99,0	...	102,0	108,7	108,5	97,2	...	110,9	110,9	99,9	106,2	...
<b>Jul</b>	110,9	109,8	...	...	102,0	108,7	107,7	...	...	110,9	110,1	...	...	...
<b>Ago</b>	110,8	109,9	...	...	102,0	108,6	107,7	...	...	110,8	110,2	...	...	...
<b>Sep</b>	110,5	110,3	98,8	...	101,8	108,5	108,3	96,9	...	110,8	110,7	99,7	105,8	...
<b>Oct</b>	...	110,4	...	...	101,9	...	108,4	...	...	...	110,9	...	...	...
<b>Nov</b>	...	...	...	...	101,9	...	...	...	...	...	...	...	...	...

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



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

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

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los períodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003), (2004-2006) y (2007-2009).

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

d. Series trimestrales. En la definición de los índices, para España se usan las series de Coste Laboral Unitario (totales y manufacturas) obtenidas a partir de la información de la Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008. Fuente INE.

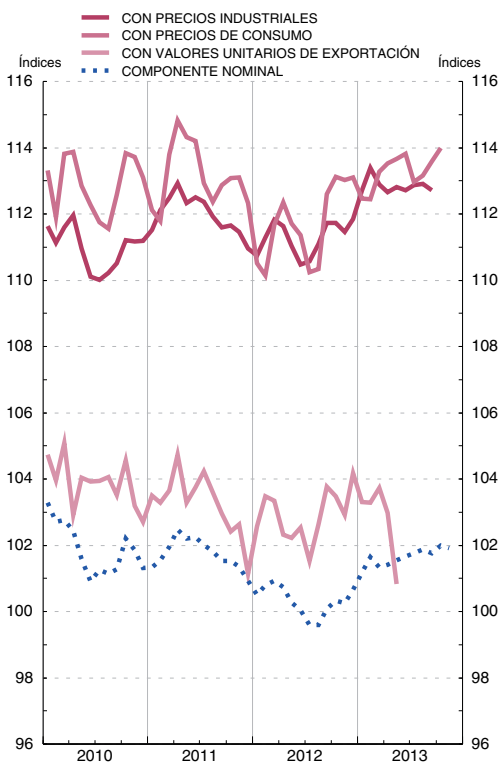
### 9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS Y A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

■ Serie representada gráficamente.

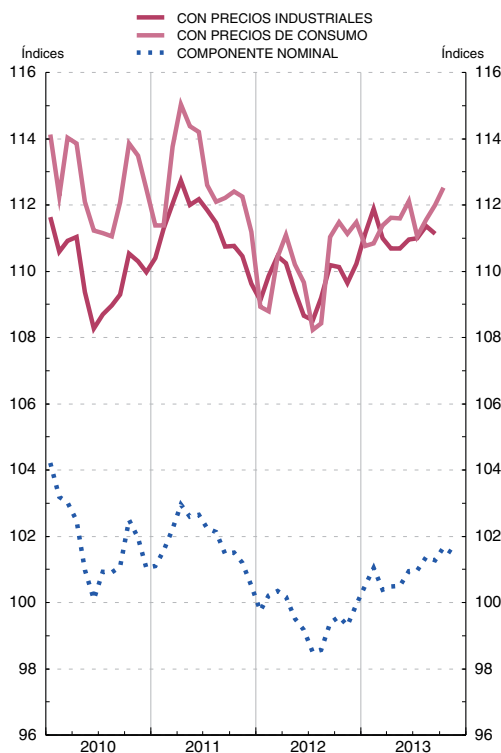
Base 1999 I = 100

	Frente a los países desarrollados										Frente a los países industrializados				
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Total (a)		Componente nominal (b)	Componente precios (c)		
	Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufacturas(d)	Con valores unitarios de las exportaciones	Con precios industriales	Con precios consumo		Con precios industriales	Con precios consumo	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
<b>10</b>	111,0	112,9	115,4	103,9	101,9	108,9	110,8	113,3	102,0	110,0	112,7	101,9	108,0	110,6	
<b>11</b>	112,0	113,1	115,5	103,3	101,7	110,1	111,2	113,6	101,5	111,3	112,7	101,8	109,3	110,7	
<b>12</b>	111,3	111,7	110,5	102,9	100,3	110,9	111,3	110,2	102,6	109,6	110,1	99,5	110,1	110,6	
<b>11 IV</b>	111,4	112,8	117,7	102,1	101,3	110,0	111,4	116,2	100,8	110,3	112,0	101,1	109,1	110,8	
<b>12 I</b>	111,3	110,8	110,5	103,1	100,7	110,5	110,0	109,7	102,4	109,8	109,4	100,1	109,7	109,3	
<b>II</b>	111,0	111,8	111,1	102,4	100,3	110,7	111,4	110,7	102,0	109,4	110,3	99,6	109,8	110,7	
<b>III</b>	111,1	111,0	110,0	102,6	99,8	111,4	111,3	110,2	102,9	109,3	109,2	98,8	110,6	110,5	
<b>IV</b>	111,7	113,1	110,6	103,5	100,4	111,2	112,6	110,2	103,1	110,0	111,4	99,6	110,4	111,8	
<b>13 I</b>	113,0	112,7	108,8	103,5	101,4	111,4	111,2	107,3	102,0	111,3	111,0	100,6	110,6	110,3	
<b>II</b>	112,7	113,7	109,9	...	101,5	111,0	112,0	108,3	...	110,8	111,8	100,6	110,1	111,1	
<b>III</b>	112,8	113,2	109,7	...	101,8	110,8	111,2	107,7	...	111,2	111,5	101,2	109,8	110,2	
<b>13 Feb</b>	113,4	112,5	...	103,3	101,6	111,6	110,6	...	101,6	111,9	110,8	101,0	110,7	109,7	
<b>Mar</b>	112,9	113,3	108,8	103,7	101,3	111,4	111,8	107,3	102,4	111,0	111,4	100,4	110,6	111,0	
<b>Abr</b>	112,7	113,5	...	103,0	101,4	111,1	112,0	...	101,6	110,7	111,6	100,5	110,2	111,1	
<b>May</b>	112,8	113,7	...	100,8	101,5	111,1	111,9	...	99,3	110,7	111,6	100,5	110,1	111,0	
<b>Jun</b>	112,7	113,8	109,9	...	101,7	110,9	112,0	108,3	...	111,0	112,1	101,0	109,9	111,1	
<b>Jul</b>	112,9	113,0	...	...	101,8	110,9	111,0	...	...	111,0	111,1	101,0	109,9	110,0	
<b>Ago</b>	112,9	113,2	...	...	101,9	110,8	111,1	...	...	111,4	111,6	101,4	109,9	110,1	
<b>Sep</b>	112,7	113,6	109,7	...	101,8	110,8	111,6	107,7	...	111,1	112,0	101,3	109,7	110,6	
<b>Oct</b>	...	114,0	...	...	102,0	...	111,8	...	...	...	112,5	101,7	...	110,7	
<b>Nov</b>	...	...	...	...	101,9	...	...	...	...	...	...	101,5	...	...	

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS



FUENTE: BE.

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

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas correspondientes a los periodos (1995-1997), (1998-2000), (2001-2003), (2004-2006) y (2007-2009).

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

d. Series trimestrales. En la definición de los índices, para España se usan las series de Coste Laboral Unitario (totales y manufacturas) obtenidas a partir de la información de la Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2008. Fuente INE.

## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España publica distintos tipos de documentos que proporcionan información sobre su actividad (informes económicos, información estadística, trabajos de investigación, etc.). La lista completa de las publicaciones del Banco de España se encuentra en su sitio web, en [http://www.bde.es/webbde/Secciones/Publicaciones/Relacionados/Fic/cat\\_publ.pdf](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](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](mailto: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, 2013  
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)

## SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

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

## SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

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

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

## ABREVIATURAS Y SIGNOS

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