



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

01 | 2014

02 | 2014

03 | 2014

04 | 2014

05 | 2014

06 | 2014

07 | 2014

08 | 2014

09 | 2014

10 | 2014

11 | 2014

**12 | 2014**

## BOLETÍN MENSUAL DICIEMBRE

El Boletín Mensual del BCE de diciembre de 2014 será el último, ya que será sustituido por un nuevo Boletín Económico que, en vista del cambio en la frecuencia de las reuniones de política monetaria del Consejo de Gobierno a partir de enero de 2015, que se celebrarán cada seis semanas, se publicará dos semanas después de cada reunión.



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA



## BOLETÍN MENSUAL DICIEMBRE 2014

En el año 2014,  
todas las  
publicaciones del  
BCE reproducirán  
un motivo tomado  
del billete  
de 20 euros.

© Banco Central Europeo, 2014

© De la traducción: Banco de España,  
Madrid, 2014

**Dirección**

Kaiserstrasse 29  
60311 Fráncfort del Meno, Alemania

**Apartado de Correos**

Postfach 16 03 19  
60066 Fráncfort del Meno, Alemania

**Teléfono**

+49 69 13440

**Internet**

<http://www.ecb.europa.eu>

**Fax**

+49 69 13446000

*Este Boletín ha sido elaborado bajo la responsabilidad del Comité Ejecutivo del BCE. Su traducción y su publicación corren a cargo de los bancos centrales nacionales.*

*Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.*

*La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se ha cerrado el 3 de diciembre de 2014.*

ISSN 1725-2970 (edición electrónica)

Depósito legal: M. 1235 - 1999



# ÍNDICE

<b>EDITORIAL</b>	<b>5</b>
<b>EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA</b>	
1 Entorno exterior de la zona del euro	<b>9</b>
2 Evolución monetaria y financiera	<b>21</b>
<b>Recuadro 1</b> Evolución reciente de la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro	<b>28</b>
<b>Recuadro 2</b> Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 13 de agosto y el 11 de noviembre de 2014	<b>35</b>
3 Precios y costes	<b>57</b>
<b>Recuadro 3</b> Efectos indirectos de la evolución de los precios del petróleo sobre la inflación de la zona del euro	<b>59</b>
4 Producto, demanda y mercado de trabajo	<b>68</b>
<b>Recuadro 4</b> La actual debilidad de la inversión en la zona del euro comparada con crisis anteriores	<b>71</b>
5 Evolución de las finanzas públicas	<b>83</b>
<b>Recuadro 5</b> Nuevos indicadores estadísticos de valores representativos de deuda emitidos por las administraciones públicas y su uso en el análisis y la vigilancia fiscal	<b>84</b>
<b>Recuadro 6</b> La evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2015	<b>90</b>
<b>ARTÍCULO</b>	
Proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro	<b>93</b>
<b>ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO</b>	<b>SI</b>
<b>ANEXOS</b>	
Cronología de medidas de política monetaria del Eurosistema	<b>I</b>
El sistema TARGET (sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real)	<b>V</b>
Publicaciones del Banco Central Europeo	<b>VII</b>
Glosario	<b>IX</b>

## ABREVIATURAS

### PAÍSES

BE	Bélgica	LU	Luxemburgo
BG	Bulgaria	HU	Hungría
CZ	República Checa	MT	Malta
DK	Dinamarca	NL	Países Bajos
DE	Alemania	AT	Austria
EE	Estonia	PL	Polonia
IE	Irlanda	PT	Portugal
GR	Grecia	RO	Rumanía
ES	España	SI	Eslovenia
FR	Francia	SK	Eslovaquia
HR	Croacia	FI	Finlandia
IT	Italia	SE	Suecia
CY	Chipre	UK	Reino Unido
LV	Letonia	JP	Japón
LT	Lituania	US	Estados Unidos

### OTRAS

AAPP	Administraciones Públicas
BCE	Banco Central Europeo
BCN	Banco central nacional
BPI	Banco de Pagos Internacionales
CIF	Coste, seguro y fletes en la frontera del importador
CLUM	Costes laborales unitarios de las manufacturas
CLUT	Costes laborales unitarios del total de la economía
NACE	Nomenclatura estadística de actividades económicas de la Unión Europea
CUCI Rev. 4	Clasificación uniforme para el comercio internacional (revisión 4)
EUR	Euro
FMI	Fondo Monetario Internacional
FMM	Fondos del Mercado Monetario
FOB	Franco a bordo en la frontera del exportador
HWWI	Hamburg Institute of International Economics
IAPC	Índice armonizado de precios de consumo
IFM	Institución financiera monetaria
IME	Instituto Monetario Europeo
IPC	Índice de precios de consumo
IPRI	Índice de precios industriales
MBP5	Quinta edición del Manual de Balanza de Pagos
mm	Miles de millones
OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
OIT	Organización Internacional del Trabajo
PIB	Producto interior bruto
SEBC	Sistema Europeo de Bancos Centrales
SEC 95	Sistema Europeo de Cuentas 1995
TCE	Tipo de cambio efectivo
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria

**De acuerdo con la práctica de la UE, los países de la UE se enumeran en este Boletín en el orden alfabético correspondiente a las respectivas lenguas nacionales.**





## EDITORIAL

En su reunión celebrada el 4 de diciembre de 2014, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, y en consonancia con sus indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*), mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. Por lo que se refiere a las medidas de política monetaria no convencionales, el Eurosistema ha comenzado a adquirir bonos garantizados y bonos de titulización de activos. Estos programas de compras tendrán una duración de al menos dos años. La segunda operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico se realizará próximamente y estará seguida de otras seis operaciones más hasta junio de 2016. Este conjunto de medidas tendrá un impacto considerable en el balance del Eurosistema, que se pretende que vuelva al tamaño que tenía a principios de 2012.

En los próximos meses, estas medidas relajarán aún más ampliamente el tono de la política monetaria, reforzarán las indicaciones del Consejo de Gobierno sobre la orientación futura de los tipos de interés oficiales del BCE y reafirmarán el hecho de que existen diferencias significativas y crecientes en el ciclo de la política monetaria entre las economías avanzadas más importantes. Sin embargo, las proyecciones macroeconómicas de la zona del euro más recientes apuntan a un descenso de la inflación, acompañado por un debilitamiento del crecimiento del PIB real y de la dinámica monetaria.

En este contexto, el Consejo de Gobierno volverá a evaluar a comienzos del año próximo el estímulo monetario logrado, la expansión del balance y las perspectivas de evolución de los precios. También evaluará el impacto más amplio de la reciente evolución de los precios del petróleo en las tendencias de inflación a medio plazo en la zona del euro. El Consejo de Gobierno sigue siendo unánime en su compromiso de utilizar otros instrumentos no convencionales acordes con su mandato, si fuera necesario para afrontar con nuevas medidas los riesgos de un período de baja inflación demasiado prolongado. Esto implicaría modificar a principios del año próximo el tamaño, el ritmo y la composición de estas medidas. En respuesta a la petición del Consejo de Gobierno, los expertos del BCE y los comités del Eurosistema pertinentes han acelerado los preparativos técnicos para que puedan aplicarse nuevas medidas, si fuera necesario, en el momento oportuno. Todas las medidas de política monetaria adoptadas están orientadas a reforzar el firme anclaje de las expectativas de inflación a medio y largo plazo, en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de lograr tasas de inflación inferiores, aunque próximas al 2%, y a contribuir a que las tasas de inflación recuperen ese nivel.

En lo que respecta al análisis económico, el PIB real de la zona del euro aumentó un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de este año. Esto está en consonancia con anteriores indicaciones de una pérdida de impulso del crecimiento en la zona del euro, que se tradujeron en una revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento del PIB real de la zona del euro en las proyecciones más recientes. Los últimos datos y la evidencia procedente de las encuestas disponibles hasta noviembre confirman este cuadro de crecimiento más débil en los próximos meses. Al mismo tiempo, se mantienen las perspectivas de una recuperación económica modesta. Por una parte, la demanda interna debería verse respaldada por las medidas de política monetaria, por la actual mejora de las condiciones de financiación, por los progresos logrados en el saneamiento presupuestario y las reformas estructurales, y por el efecto positivo del notable descenso de los precios de la energía en la renta real disponible. Además, la demanda de exportaciones debería verse favorecida por la recuperación mundial. Por otra parte, es probable que el elevado desempleo, la considerable capacidad productiva no utilizada y los necesarios ajustes de los balances en los sectores público y privado sigan frenando la recuperación.

Todo lo anterior se refleja en las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, que prevén que el PIB real crezca un 0,8% en 2014, un 1,0% en 2015 y un 1,5% en 2016. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de septiembre

de 2014 de los expertos del BCE, el crecimiento del PIB real se ha revisado a la baja considerablemente. Se han corregido a la baja tanto las proyecciones de demanda interna como de exportaciones netas.

Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro son a la baja. En particular, el débil impulso del crecimiento en la zona del euro, junto con los elevados riesgos geopolíticos, podrían frenar la confianza y especialmente la inversión privada. Asimismo, el insuficiente avance de las reformas estructurales en los países de la zona del euro constituye un riesgo a la baja fundamental para las perspectivas económicas.

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,3 % en noviembre de 2014, tras el 0,4 % registrado en octubre. En comparación con el mes anterior, esta evolución refleja principalmente un descenso más acusado de la inflación de los precios de la energía y un incremento interanual algo menor de los precios de los servicios. Teniendo en cuenta el actual entorno con tasas de inflación muy bajas, será importante evaluar el impacto más amplio de la reciente evolución de los precios del petróleo en las tendencias de inflación a medio plazo, y evitar su propagación a las expectativas de inflación y a la formación de los salarios.

En el contexto de la reciente evolución de los precios del petróleo, es importante recordar que tanto las previsiones como las proyecciones se basan en supuestos técnicos, especialmente para los precios del petróleo y los tipos de cambio. Sobre la base de la información disponible a mediados de noviembre, momento en que se cerraron las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2014, se prevé que la inflación interanual medida por el IAPC se sitúe en el 0,5 % en 2014, el 0,7 % en 2015 y el 1,3 % en 2016. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2014, estos valores se han revisado notablemente a la baja. Aunque estas revisiones reflejan principalmente la caída de los precios del petróleo en euros y el efecto de la corrección a la baja de las perspectivas de crecimiento, aún no incorporan el descenso de los precios del petróleo registrado en las últimas semanas después de la fecha de cierre de las proyecciones. En los próximos meses, las tasas de inflación interanual medida por el IAPC podrían volver a registrar movimientos a la baja, debido a la nueva caída experimentada recientemente por los precios del petróleo.

El Consejo de Gobierno seguirá realizando un atento seguimiento de los riesgos para las perspectivas sobre la evolución de los precios a medio plazo. En este contexto, prestará especial atención a las posibles repercusiones derivadas de la atonía del crecimiento, la situación geopolítica, la evolución del tipo de cambio y de los precios de la energía, y la transmisión de las medidas de política monetaria. También vigilará particularmente el impacto más amplio de la reciente evolución de los precios del petróleo en las tendencias de inflación a medio plazo en la zona del euro.

En lo concerniente al análisis monetario, los datos de octubre de 2014 apoyan la valoración de que el crecimiento subyacente del agregado monetario amplio (M3) es débil, con una tasa de crecimiento interanual del 2,5 % en octubre, sin variación respecto a septiembre. El crecimiento interanual de M3 sigue apoyándose en sus componentes más líquidos, con un crecimiento interanual del agregado monetario estrecho (M1) del 6,2 % en octubre.

La tasa de variación interanual de los préstamos a sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulaciones) se situó en el -1,6 % en octubre, tras el -1,8 % registrado en septiembre, mostrando una recuperación gradual desde el mínimo del -3,2 % observado en febrero. En promedio, las amortizaciones netas se han moderado en los últimos meses desde los niveles históricamente elevados registrados hace un año. La concesión de préstamos a las sociedades no financieras continúa reflejando su retraso

respecto al ciclo económico, el riesgo crediticio, factores de oferta de crédito y el ajuste en curso de los balances de los sectores financiero y no financiero. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares (ajustados de ventas y titulaciones) se situó en el 0,6% en octubre, frente al 0,5% de septiembre. Las medidas de política monetaria adoptadas y la finalización de la evaluación global realizada por el BCE deberían apoyar el avance en la estabilización de los flujos de crédito.

En síntesis, el contraste de los resultados del análisis económico con las señales procedentes del análisis monetario confirma la necesidad de realizar un seguimiento estrecho de los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo, y de estar preparados para elevar el grado de acomodación de la política monetaria si fuera preciso.

El objetivo de la política monetaria es el mantenimiento de la estabilidad de precios a medio plazo y su orientación acomodaticia contribuye a apoyar la actividad económica. Sin embargo, para reforzar la actividad inversora, la creación de empleo y el crecimiento de la productividad, otras áreas de la política económica han de aportar contribuciones decisivas. En particular, la aplicación decidida de reformas en los mercados de productos y de trabajo, así como la adopción de medidas dirigidas a mejorar el entorno empresarial, deben cobrar impulso en varios países. Es fundamental que las reformas estructurales se apliquen de manera creíble y efectiva, pues ello mejorará las expectativas de aumento de los ingresos y fomentará la inversión por parte de las empresas, lo que adelantará la recuperación económica. Las políticas fiscales deberían apoyar la recuperación económica, garantizando al mismo tiempo la sostenibilidad de la deuda de conformidad con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que sigue siendo un ancla para la confianza. Todos los países deben utilizar el margen disponible para lograr una composición de las políticas fiscales más favorable al crecimiento. El Plan de Inversiones para Europa que la Comisión Europea anunció el 26 de noviembre de 2014 también apoyará la recuperación.

La presente edición del Boletín Mensual contiene un artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro».



## EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

## I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

La economía mundial continúa gradualmente por la senda de la recuperación. Tras registrar un crecimiento más bien débil a comienzos del año, en algunas economías avanzadas se ha afianzado el ritmo, respaldado por la disminución de las dificultades y por las políticas económicas acomodaticias. No obstante, la divergencia en las perspectivas económicas entre las distintas regiones e incluso dentro de una misma región se ha acentuado, como consecuencia, cada vez más, de factores estructurales más que cíclicos, que influyen en la confianza, la evolución de los mercados financieros y las políticas económicas. Los indicadores de opinión más recientes sugieren cierta ralentización del ritmo de crecimiento en el cuarto trimestre. Los riesgos geopolíticos en Ucrania y Rusia y en Oriente Medio siguen siendo elevados, aunque hasta ahora sus repercusiones en la actividad económica mundial y en los precios de la energía han sido limitadas. En lo que respecta al comercio mundial, se ha mantenido la falta de dinamismo como consecuencia de la atonía de la inversión en muchos países, aunque en el tercer trimestre se ha registrado una recuperación, si bien partiendo de niveles bajos. La inflación mundial se ha reducido en los últimos meses, principalmente como resultado de la fuerte caída de los precios del petróleo. Se espera que las presiones inflacionistas sigan siendo limitadas en un contexto de exceso de capacidad productiva y de descenso de los precios de las materias primas.

## I.1 ACTIVIDAD ECONÓMICA Y COMERCIO MUNDIALES

La recuperación de la economía mundial sigue siendo gradual y desigual. Tras registrar un crecimiento más bien volátil y moderado en el primer semestre del año, la actividad se ha fortalecido en el segundo semestre, respaldada, principalmente, por el afianzamiento de las variables fundamentales en varias de las principales economías avanzadas, a pesar de los indicios de una ligera ralentización del impulso económico en el cuarto trimestre. A más largo plazo, la actividad económica debería mejorar gradualmente, pero aún se prevé que la recuperación continúe siendo moderada. Una combinación de desequilibrios económicos acumulados, impedimentos estructurales e incertidumbre económica, que, en varios

Cuadro I Crecimiento del PIB real en algunas economías

	Tasas de crecimiento interanual					Tasas de crecimiento intertrimestral		
	2012	2013	2014 I	2014 II	2014 III	2014 I	2014 II	2014 III
G-20 <sup>1)</sup>	2,9	3,0	3,5	3,3	3,1	0,6	0,7	1,0
G-20 excluida la zona del euro <sup>1)</sup>	3,7	3,7	4,0	3,8	3,8	0,7	0,8	1,1
Estados Unidos	2,3	2,2	1,9	2,6	2,4	-0,5	1,1	1,0
Japón	1,5	1,5	2,6	-0,1	-1,1	1,6	-1,9	-0,4
Reino Unido	0,7	1,7	2,9	3,2	3,0	0,7	0,9	0,7
Dinamarca	-0,4	0,4	1,3	0,0	-	0,6	-0,3	-
Suecia	1,3	1,6	1,8	1,9	-	-0,1	0,2	-
Suiza	1,1	1,9	2,4	1,6	1,9	0,4	0,3	0,6
Brasil	1,0	2,5	1,9	-0,9	-0,2	-0,2	-0,6	0,1
China	7,7	7,7	7,4	7,5	7,3	1,5	2,0	1,9
India	4,9	4,7	6,1	5,8	6,0	2,0	0,8	2,0
Rusia <sup>2)</sup>	3,4	1,3	0,9	0,8	0,7	0,1	0,2	-
Turquía	2,1	4,1	4,7	2,1	-	1,8	-0,5	-
Polonia	2,1	1,6	3,5	3,3	-	1,1	0,6	-
República Checa	-0,9	-0,9	2,9	2,7	-	0,8	0,0	-
Hungría	-1,7	1,2	3,3	3,7	-	1,1	0,8	-

Fuentes: Datos nacionales, BPI, Eurostat y cálculos del BCE.

1) La cifra del tercer trimestre de 2014 es una estimación basada en los últimos datos disponibles.

2) Para Rusia, no se dispone de la cifra desestacionalizada correspondiente al tercer trimestre de 2014.

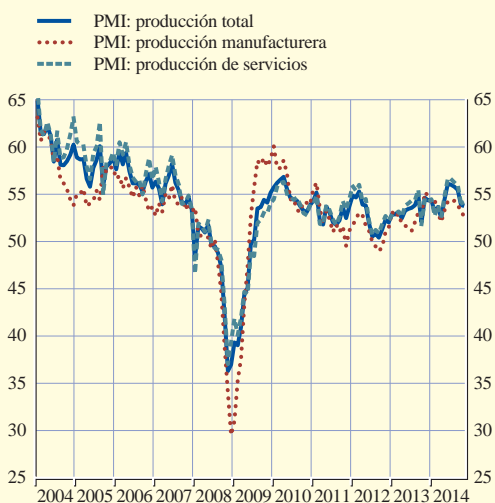
países, se suman al endurecimiento de las condiciones financieras, afectan a las perspectivas de crecimiento a medio plazo. Los riesgos geopolíticos derivados del conflicto en Ucrania y las tensiones en algunos países productores de petróleo siguen siendo elevados, pero hasta ahora, su impacto, principalmente a través del canal de la confianza, sobre los precios del petróleo, la actividad económica mundial y la inflación ha sido limitado. Las estimaciones provisionales muestran que la actividad económica en los países del G-20 (excluida la zona del euro) creció un 1,1 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2014, en un contexto de persistentes y acusadas divergencias entre unos países y otros (véase cuadro 1).

El crecimiento se fortaleció en Estados Unidos y continuó siendo robusto en el Reino Unido, respaldado por la sólida demanda interna. En Japon, en cambio, el PIB se contrajo por segundo trimestre consecutivo, lo que obligó al Banco de Japon a adoptar medidas adicionales de relajación cuantitativa. En China, la actividad se ha moderado ligeramente, sobre todo como resultado del debilitamiento de la inversión. Por lo que respecta a otras economías emergentes, en los últimos trimestres Brasil ha registrado bajas tasas de crecimiento y elevada inflación, mientras que en Rusia, el endurecimiento de las condiciones financieras y las sanciones internacionales han frenado, en parte, el crecimiento. Por el contrario, en India, la economía ha repuntado.

Los indicadores de clima económico mundial más recientes sugieren un impulso positivo, aunque algo menos dinámico, en el cuarto trimestre. El índice PMI compuesto de producción de manufacturas y servicios, excluida la zona del euro, se mantuvo prácticamente sin variación en noviembre en un nivel ligeramente inferior a la media de largo plazo y a la cifra del tercer trimestre, debido a una caída más bien significativa en el sector manufacturero (véase gráfico 1). La evolución fue desigual según los

**Gráfico 1 PMI: producción mundial (excluida la zona del euro)**

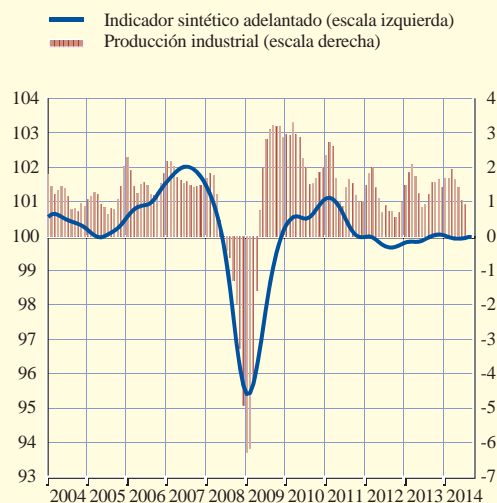
(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Markit.

**Gráfico 2 Indicador sintético adelantado y producción industrial**

(escala izquierda: media del índice normalizado = 100; escala derecha: tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Notas: El indicador sintético adelantado corresponde a los países de la OCDE más Brasil, China, India, Indonesia, Rusia y Sudáfrica. La línea horizontal a la altura de 100 representa la tendencia de la actividad económica. La producción industrial corresponde a la misma muestra, excluida Indonesia.

países, observándose notables mejoras en los índices PMI compuestos de Reino Unido, Japón e India, y descensos en los de Estados Unidos, China y Rusia. De cara al futuro, el componente de nuevos pedidos del índice PMI compuesto global mostró un ligero retroceso, lo que sugiere una recuperación más gradual de la actividad mundial en noviembre. Al mismo tiempo, los indicadores sintéticos adelantados de la OCDE, diseñados para anticipar los puntos de giro en la actividad económica en relación con la tendencia, señalan divergencias en las perspectivas entre las principales economías en septiembre, que se caracterizan por un debilitamiento del crecimiento en Japón, estabilidad en Estados Unidos, Brasil y China, cierta ralentización del ritmo de crecimiento en el Reino Unido, aunque partiendo de niveles elevados, y una aceleración en India (véase gráfico 2). Por su parte, el indicador de clima económico mundial del Ifo, correspondiente al cuarto trimestre de 2014, experimentó una significativa caída, situándose en el nivel más bajo registrado desde el tercer trimestre de 2013.

El comercio mundial se está recuperando gradualmente desde unos niveles reducidos, aunque sigue caracterizándose por una relativa debilidad. Tras el crecimiento registrado a comienzos de 2014, el comercio internacional perdió parte de su impulso en el segundo trimestre del año, que recuperó de forma más bien vigorosa en el tercer trimestre. Según el CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, el volumen de las importaciones mundiales de bienes aumentó un 2,1 % en el tercer trimestre. La recuperación fue generalizada, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, con la notable excepción de Estados Unidos, que registró una significativa desaceleración del comercio de mercancías. En otros países y regiones, como Japón, las economías emergentes de Asia y América Latina se registraron acusadas mejoras. No obstante, el índice PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero descendió ligeramente en noviembre, lo que sugiere cierta moderación del ritmo de crecimiento del comercio mundial hacia finales del año.

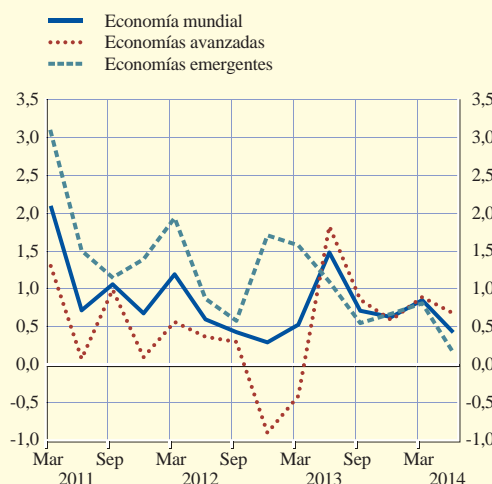
En general, el origen de la debilidad subyacente del comercio mundial se ha desplazado gradualmente de las economías avanzadas a las economías emergentes (véase gráfico 3). El desplazamiento del crecimiento del comercio fue provocado por una notable desaceleración en las economías emergentes de Asia, América Latina, Rusia y Europa Central y Oriental, debido a problemas específicos de cada país.

Desde una perspectiva de más largo plazo, la escasa respuesta del comercio mundial a la gradual recuperación es sorprendente. La elasticidad del comercio mundial, medida como el cociente entre la tasa media de crecimiento de las importaciones y la tasa media de crecimiento del PIB se ha reducido de 1,7 antes de la crisis financiera mundial (entre 1999 y 2007) a tan solo 1 desde 2011 (véase cuadro 2). Ello puede explicarse, en parte, por el crecimiento inusualmente débil de la inversión, que es típicamente un componente de la demanda sumamente intensivo en comercio, en varias de las principales economías del mundo.

En general, las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema, correspondientes a diciembre de 2014 (véase el artículo

**Gráfico 3 Crecimiento de las importaciones**

(tasas de variación intertrimestral, datos trimestrales)



Fuente: Cálculos del BCE.

**Cuadro 2 Evolución de los precios en algunas economías**

(tasas de variación interanual)

	2012	2013	2014 May	2014 Jun	2014 Jul	2014 Ago	2014 Sep	2014 Oct
OCDE	2,3	1,6	2,1	2,1	1,9	1,8	1,7	1,7
Estados Unidos	2,1	1,5	2,1	2,1	2,0	1,7	1,7	1,7
Japón	0,0	0,4	3,7	3,6	3,4	3,3	3,2	2,9
Reino Unido	2,8	2,6	1,5	1,9	1,6	1,5	1,2	1,3
Dinamarca	2,4	0,5	0,3	0,4	0,5	0,3	0,3	0,3
Suecia	0,9	0,4	0,1	0,5	0,4	0,2	0,0	0,3
Suiza	-0,7	-0,2	0,3	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0
Brasil	5,4	6,2	6,4	6,5	6,5	6,5	6,7	6,6
China	2,6	2,6	2,5	2,3	2,3	2,0	1,6	1,6
India	9,7	10,1	8,3	7,5	8,0	7,7	6,5	5,5
Rusia	5,1	6,8	7,6	7,8	7,4	7,6	8,0	8,3
Turquía	8,9	7,5	9,7	9,2	9,3	9,5	8,9	9,0
Polonia	3,7	0,8	0,3	0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,3
República Checa	3,5	1,4	0,5	0,0	0,6	0,7	0,8	0,7
Hungría	5,7	1,7	0,0	-0,1	0,5	0,3	-0,5	-0,3
Pro memoria:								
OCDE, excluidos energía y alimentos	1,8	1,6	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8

Fuentes: OCDE, datos nacionales, BPI, Eurostat y cálculos del BCE.

publicado en este número del Boletín Mensual), solo contemplan un moderado fortalecimiento del crecimiento económico mundial. Si bien a algunas de las principales economías avanzadas les están beneficiando la reducción de las dificultades y las políticas económicas acomodaticias, los crecientes desafíos estructurales y el endurecimiento de las condiciones financieras hacen que las perspectivas sean menos favorables para las economías emergentes. También se prevé que la recuperación del crecimiento del comercio mundial sea muy gradual y que, a medio plazo, la elasticidad del comercio con respecto a la actividad siga manteniéndose por debajo de la media de largo plazo.

Las perspectivas mundiales siguen estando sujetas a riesgos a la baja. Los elevados riesgos geopolíticos, así como la evolución de los mercados financieros mundiales y de las economías emergentes podrían afectar negativamente a la situación económica.

## 1.2 EVOLUCIÓN MUNDIAL DE LOS PRECIOS

La inflación mundial se ha moderado desde junio, tras registrar un ligero aumento en los meses anteriores del año. En los países de la OCDE, la inflación general medida por los precios de consumo se estabilizó en el 1,7%, en tasa interanual, en octubre. La moderación de la inflación tuvo su origen, principalmente, en una contribución marginalmente negativa del componente energético, que se compensó con un aumento de los precios de los alimentos. Excluidos la energía y los alimentos, la inflación interanual medida por el IPC también se mantuvo estable en la OCDE en el 1,8% en octubre (véase cuadro 2). En las economías avanzadas, la inflación medida por los precios de consumo se redujo en Japón, se mantuvo estable en Estados Unidos y aumentó en el Reino Unido. La evolución también fue desigual en las economías emergentes, observándose un descenso de la inflación interanual medida por los precios de consumo en India, mientras que en China y Brasil se mantuvo prácticamente estable y aumentó en Rusia. De cara al futuro, se prevé que la inflación siga siendo moderada en un contexto de absorción muy lenta de la capacidad productiva sin utilizar y de debilidad de los precios de las materias primas.

Las perspectivas de la inflación mundial se ven notablemente afectadas por la evolución de los precios de las materias primas, en particular, los precios del petróleo. Desde comienzos de 2014, los precios de este producto han seguido una trayectoria descendente, situándose, en promedio, en niveles de alrededor de 84 dólares estadounidenses el barril en el trimestre en curso. El precio del barril de Brent se situaba, el 3 de diciembre, en 71 dólares estadounidenses, es decir, alrededor de un 35 % por debajo del nivel registrado un año antes (véase gráfico 4). Este descenso de los precios del petróleo refleja el hecho de que los niveles de oferta han sido mayores que la demanda de crudo. Pese a los conflictos en Libia e Irak, la producción de la OPEP sobrepasó el objetivo oficial del grupo, mientras que la producción de petróleo de otros países ha aumentado como consecuencia de la explotación de petróleo no convencional (*shale oil*) en Estados Unidos. Al mismo tiempo, la demanda de petróleo ha seguido siendo débil, debido en parte a una desaceleración del sector industrial de China.

De cara al futuro, el mercado de futuros sobre el petróleo prevé precios ligeramente más altos en el medio plazo, y los futuros de Brent con entrega en diciembre de 2015 se negocian actualmente a 76 dólares estadounidenses el barril.

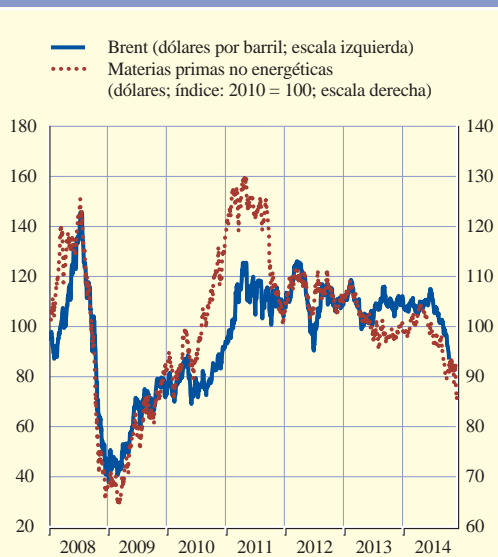
La evolución de los precios de las materias primas no energéticas ha seguido una trayectoria ligeramente ascendente desde comienzos del cuarto trimestre, tras registrar un descenso en septiembre. Desde comienzos de octubre, los precios han aumentado un 2 %, como consecuencia de un incremento del 8 % en los precios de los cereales y del 2 % en los precios de los metales. El clima inusualmente frío imperante en Estados Unidos y el conflicto en curso entre dos grandes proveedores de cereales, Ucrania y Rusia, que está afectando tanto a las labores de siembra como a la actividad comercial, han hecho aumentar los precios recientemente. El índice de precios de las materias primas energéticas en términos agregados (denominado en dólares estadounidenses) se sitúa actualmente en torno a un 8 % por debajo del nivel registrado hace un año, como consecuencia del descenso de los precios de los cereales determinado por una cosecha sin precedentes en Estados Unidos.

### 1.3 EVOLUCIÓN EN ALGUNAS ECONOMÍAS

#### ESTADOS UNIDOS

En Estados Unidos, la actividad económica cobró impulso en los últimos trimestres, tras una notable volatilidad de los datos a comienzos del año. Tras el fuerte repunte del crecimiento económico en el segundo trimestre, el crecimiento siguió siendo sólido en el tercer trimestre de 2014. La segunda estimación de la Oficina de Análisis Económico (Bureau of Economic Analysis) indica que el PIB real creció a una tasa anualizada del 3,9 % (1 % en tasa intertrimestral), respaldado tanto por la demanda interna como por la demanda externa. La demanda exterior neta contribuyó al crecimiento de forma sólida y positiva en un contexto de fuerte aumento de las exportaciones y de descenso de las importaciones. Por

**Gráfico 4 Evolución de los precios de las materias primas**



Fuentes: Bloomberg y HWWI.



su parte, el gasto en consumo personal y la inversión privada en capital fijo también contribuyeron positivamente al crecimiento, lo que confirma la solidez de las variables económicas fundamentales.

Los indicadores de alta frecuencia disponibles sugieren que la economía estadounidense mantendrá, probablemente, el ritmo de crecimiento positivo en el último trimestre de 2014, aunque el crecimiento del PIB real podría experimentar una ligera desaceleración en comparación con los dos trimestres anteriores. El consumo privado está respaldado por los positivos efectos riqueza, las mejoras sostenidas de las condiciones del mercado de trabajo que han dado lugar a un mayor crecimiento de la renta disponible, los elevados niveles de confianza de los consumidores y, desde el verano pasado, el significativo descenso de los precios de la gasolina. Las perspectivas a corto plazo de la actividad industrial también siguen siendo favorables, habida cuenta de los elevados niveles de confianza empresarial. Por lo que respecta al mercado de la vivienda, los datos recientes son coherentes con una recuperación moderada y sostenida, como lo indica el incremento de las ventas de viviendas, del número de viviendas iniciadas y de los visados de obra nueva en los últimos meses. Al mismo tiempo, los precios de la vivienda mantienen su trayectoria alcista, aunque últimamente la tasa de crecimiento se ha ralentizado ligeramente, mientras que la ratio de los precios de la vivienda en relación con los alquileres ha vuelto a situarse en niveles próximos a las medias históricas. En lo que respecta al comercio, el fortalecimiento previsto de la demanda interna, en particular de los componentes del gasto intensivos en importaciones como la inversión, también debería dar lugar a un repunte de las importaciones en el último trimestre de 2014. Por el contrario, se prevé que el ritmo de crecimiento de las exportaciones se vea frenado por la reciente apreciación del dólar estadounidense.

A más largo plazo, se prevé que continúe la recuperación de la economía estadounidense, con tasas de crecimiento por encima de la tendencia, respaldada por las mejoras sostenidas de los mercados de trabajo y de la vivienda, las condiciones financieras acomodaticias y la desaparición de las dificultades derivadas del saneamiento de los balances de los hogares y de la política fiscal.

La inflación se ha moderado con respecto al reciente máximo alcanzado en mayo y se ha estabilizado en los tres últimos meses. La inflación interanual medida por el IPC se situó en el 1,7% en octubre, lo que supone un descenso de 0,5 puntos porcentuales desde mayo. Esta evolución refleja, principalmente, la corrección de algunos factores transitorios, incluido un acusado descenso de los costes de la energía (desde un 3,4%, en tasa interanual, en mayo hasta un -1,6%, también en tasa interanual, en octubre), así como una estabilización de la inflación de los precios de los servicios. Por el contrario, la inflación de los precios de los alimentos y la vivienda aumentó ligeramente en los cinco últimos meses. La inflación interanual medida por el IPC, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo, en general, estable en los últimos meses, situándose en el 1,8% en octubre. De cara al futuro, se prevé que la inflación aumente gradualmente, respaldada por la lenta disminución de la capacidad no utilizada en el mercado de trabajo, aunque la reciente apreciación del dólar estadounidense y los descensos de los precios del petróleo tendrán un efecto moderador sobre la inflación en el corto plazo.

En el contexto de una mejora general de las perspectivas económicas, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal anunció, en la reunión celebrada los días 28 y 29 de octubre de 2014, su decisión de poner fin al programa de compras de activos a finales de octubre. El Comité reafirmó que, para determinar hasta cuándo mantendría la banda del 0% al 0,25% fijada como objetivo para el tipo de interés de los fondos federales, «tendrá en cuenta una amplia gama de indicadores, incluidos los relativos a las condiciones del mercado de trabajo, las presiones inflacionistas y las expectativas de inflación, así como las cifras sobre evolución financiera».

## JAPÓN

En Japón, la actividad económica fue menos dinámica de lo previsto en el tercer trimestre, tras registrar una fuerte contracción en el segundo trimestre. La primera estimación provisional de la Oficina Económica del Gobierno indica que el PIB real registró una contracción imprevista del 0,4 % en el tercer trimestre tras un descenso del 1,9 % en el trimestre anterior, asociado al reequilibrio de la actividad que siguió al incremento del impuesto sobre el consumo el 1 de abril de 2014. La contracción del producto en el tercer trimestre tuvo su origen, principalmente, en la evolución de las existencias y en una caída de la inversión, tanto residencial como no residencial. El consumo privado volvió a crecer en el tercer trimestre, pero a una tasa reducida, mientras que las exportaciones experimentaron un repunte tras la debilidad observada desde el segundo semestre de 2013. Dado que también aumentaron las exportaciones, la demanda exterior neta solo contribuyó de forma marginal al crecimiento.

De cara al futuro, se prevé que el crecimiento se reanude en el cuarto trimestre. Los últimos datos de los indicadores cuantitativos sobre viviendas iniciadas sugieren que la inversión residencial ha comenzado a cobrar impulso, recuperando parte del terreno perdido en el tercer trimestre. La producción industrial creció a una tasa intermensual del 0,2 % en octubre, según los datos provisionales, y el índice PMI de producción del sector manufacturero se incrementó hasta situarse en 52,7.

Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación medida por el IPC ha seguido una trayectoria descendente desde mayo de 2014, situándose en un 2,9 % en tasa interanual en octubre, dado que el impacto de la anterior depreciación del yen ya se ha disipado y que los precios de la energía siguen bajando. Si bien la caída de los precios de la energía debería suponer un impulso para la renta disponible en el medio plazo, a corto plazo puede atenuar la tendencia alcista de los precios y de las expectativas de inflación observada en Japón desde la puesta en marcha de la «Abenomía». Por último, actualmente se estima que el IPC, excluidos los efectos directos de la subida del impuesto sobre el consumo, se situará en torno al 1 %, según las últimas cifras del Banco de Japón.

En su reunión más reciente sobre política monetaria, celebrada el 19 de noviembre de 2014, el Banco de Japón decidió no modificar sus principales directrices en esta materia. Esta decisión es continuación de la adoptada anteriormente por la que se amplió el programa de relajación cuantitativa y cualitativa en octubre acelerando el ritmo interanual de aumento de la base monetaria hasta unos 80 billones de yenes (desde los anteriores 60-70 billones). La decisión se adoptó a fin de anticiparse a los riesgos a la baja para los precios, asociados a la debilidad de la demanda tras el aumento del impuesto sobre el consumo y el notable descenso de los precios del petróleo.

## REINO UNIDO

En el Reino Unido, el ritmo de la actividad económica siguió siendo robusto en los tres primeros trimestres de 2014. El motor del crecimiento fue la sólida demanda interna, en particular el consumo privado y la inversión inmobiliaria, respaldados a su vez por la reducción de la incertidumbre macroeconómica y las condiciones crediticias relativamente flexibles. El mercado de trabajo continuó fortaleciéndose y la tasa de desempleo se redujo hasta el 6 % (el nivel más bajo de los cinco últimos años) en los tres meses transcurridos hasta septiembre, en comparación con la tasa de más del 7 % observada un año antes. De cara al futuro, los datos de los indicadores de alta frecuencia y las encuestas sobre expectativas sugieren que el crecimiento económico seguirá siendo robusto en el corto plazo, aunque es probable que el ritmo de expansión se modere ligeramente en comparación con los tres primeros trimestre de 2014. A medio plazo, la necesidad de ajustar los balances del sector público y del sector privado continuará afectando a la actividad económica.

Durante 2014, la inflación se ha mantenido por debajo del objetivo del 2 % fijado por el Bank of England. La inflación interanual medida por el IPC aumentó ligeramente hasta el 1,3 % en octubre, principalmente como consecuencia de los efectos de base positivos de los precios del transporte. La inflación medida por los precios de consumo, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo en torno al 1,5 % en octubre. En general, se espera que las presiones inflacionistas sigan siendo moderadas y que la tasa de inflación se reduzca aún más en el corto plazo, reflejando las caídas de los precios de la energía y de las importaciones.

En su reunión de 4 de diciembre de 2014, el Comité de Política Monetaria del Bank of England mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,5 % y el volumen de su programa de compras de activos en 375 mm de libras esterlinas.

#### **OTRAS ECONOMÍAS EUROPEAS**

En Suecia, el PIB real creció a una tasa intertrimestral del 0,3 % en el tercer trimestre de 2014, frente al 0,5 % del trimestre anterior. En Dinamarca, la actividad económica registró una aceleración, desde el 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2014 hasta el 0,5 % en el tercer trimestre. En ambos países la actividad económica estuvo respaldada principalmente por la demanda interna. De cara al futuro, es probable que el crecimiento del PIB real cobre impulso en estos dos países. Por lo que respecta a la evolución de los precios, la inflación medida por el IAPC se ha mantenido, en general, en niveles moderados en los últimos meses, situándose en el 0,3 % tanto en Dinamarca como en Suecia en octubre. En Suiza, la actividad ha perdido algo de impulso desde comienzos de 2014, debido al debilitamiento de la demanda interna y a la atonía de las exportaciones, mientras que la inflación se ha mantenido en torno a cero. De cara al futuro, se prevé que el PIB solo crezca de forma moderada como consecuencia de la desaceleración del consumo privado, el gradual aumento de la inversión y la debilidad de la demanda externa. No obstante, se espera que el incremento de la renta disponible, los bajos tipos de interés y la inmigración continúen respaldando las perspectivas de crecimiento en el medio plazo.

En los Estados miembros más grandes de Europa Central y Oriental (PECO), la actividad económica ha continuado su expansión a un ritmo variable en el tercer trimestre de 2014, tras el robusto crecimiento registrado, en general, en el primer semestre del año. El crecimiento en el tercer trimestre fue particularmente sólido en Rumanía, con una expansión del PIB real del 1,9 % en tasa intertrimestral, tras la contracción del 0,3 % observada en el segundo trimestre. La actividad económica también siguió siendo vigorosa en Polonia, donde la tasa de variación intertrimestral del PIB real aumentó hasta el 0,9 % en el tercer trimestre, desde el 0,7 % del trimestre anterior. En la República Checa, el crecimiento del PIB real también experimentó una aceleración hasta una tasa intertrimestral del 0,4 % en el tercer trimestre, frente al 0,2 % registrado en el segundo trimestre. Al mismo tiempo, en Hungría, el crecimiento del PIB real siguió ralentizándose, descendiendo hasta el 0,5 % en el tercer trimestre, tras situarse en el 0,8 % en el trimestre anterior. De cara al futuro, se espera que la actividad económica en Europa Central y Oriental continúe siendo relativamente robusta, respaldada por el gradual fortalecimiento de la demanda interna. En cambio, se prevé un debilitamiento de las exportaciones, como consecuencia de la menor demanda de los principales socios comerciales de la región y de las distorsiones del comercio asociadas a las tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania. La inflación interanual, medida por el IAPC, en los países de la región se mantiene, en general, en niveles moderados. Aunque en los últimos meses se ha registrado una ligera aceleración en la República Checa y Rumanía, las tasas de sitúan en niveles próximos a los mínimos históricos —alrededor de cero— en Polonia y Hungría. Esta evolución refleja la caída de los precios de la energía y los alimentos, como consecuencia, principalmente, de la evolución global y de la relativa moderación de las presiones de costes internas.

En Turquía, tras el sólido incremento del pasado año, la actividad económica registró una contracción del 0,5 % en tasa intertrimestral en el segundo trimestre de 2014, provocada por la debilidad generalizada de los distintos componentes. Para lo que resta de 2014, los indicadores adelantados y de alta frecuencia sugieren que el ritmo de crecimiento será lento. Entre los aspectos positivos, cabe señalar que el ritmo de la producción industrial y de las ventas del comercio al por menor ha mejorado recientemente, al trasladarse a la economía la relajación de la orientación de la política monetaria registrada desde mayo. Entre los aspectos negativos, se han producido un deterioro de las condiciones financieras externas y un debilitamiento de la demanda externa, que refleja la atonía del crecimiento en la UE, la escalada de las tensiones en Irak y la caída de la demanda de Rusia. Además, la inflación se ha mantenido en niveles elevados, lo que ha supuesto una erosión del poder adquisitivo de los hogares.

En Rusia, se mantuvo la atonía del crecimiento económico en 2014. El PIB real creció solo un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2014, lastrado por una notable caída del consumo privado. La escalada del conflicto con Ucrania, que dio lugar a un endurecimiento de las condiciones financieras y de las restricciones comerciales y de financiación, la aceleración de las presiones inflacionistas y el aumento de la incertidumbre han frenado el crecimiento en el segundo semestre del año. La reciente caída de los precios del petróleo supone una presión añadida para la economía que ya se está viendo limitada por unas notables rigideces estructurales, con posibles implicaciones negativas para la inversión en proyectos relacionados con la energía. La inflación medida por los precios de consumo ha continuado aumentando hasta situarse en el 8,3 %, en tasa interanual, en octubre, cifra considerablemente superior al objetivo del 4 % (con un intervalo de tolerancia de  $\pm 1,5$  puntos porcentuales), establecido por el banco central. Esta evolución refleja, principalmente, la acusada depreciación del rublo y la subida de los precios de los alimentos, que han obligado al banco central a dar una orientación aún más restrictiva a su política monetaria mediante una serie de incrementos del principal tipo de interés oficial a lo largo del año, hasta situarlo en el 9,5 % en noviembre de 2014 (es decir, una subida de 400 puntos básicos desde comienzos del año).

### **ECONOMÍAS EMERGENTES DE ASIA**

El gradual descenso del crecimiento del PIB real en China registrado desde finales de 2013 continuó en el tercer trimestre. El consumo y el comercio exterior fueron los principales motores del crecimiento, mientras que se redujo la contribución de la inversión, principalmente como consecuencia de una desaceleración de la inversión residencial y una moderación del crecimiento del crédito. El mercado inmobiliario de China, aunque sigue deteriorándose, muestra indicios de una incipiente estabilización. El ritmo de caída, tanto de la actividad como de los precios en este sector se ralentizó al inicio del cuarto trimestre tras la aprobación, por parte de las autoridades centrales y locales, de una serie de medidas acomodaticias en los últimos meses, como la relajación de los requisitos en materia de depósitos y de las restricciones de compra. Además, el proceso de urbanización en marcha y el sólido crecimiento de la renta continúan respaldando esta evolución.

Las presiones inflacionistas en el conjunto de la economía se sitúan en una senda descendente y oscilan en torno a los mínimos de los últimos dos años y medio, lo que refleja la tibieza de la demanda y el exceso de capacidad en la industria pesada. En particular, la inflación medida por el IPRI ha registrado cifras negativas durante 32 meses, es decir, el período más prolongado desde 1997. En consonancia con las bajas tasas de inflación, el 21 de noviembre de 2014, el Banco Central de la República Popular China redujo sus tipos de interés de referencia de los depósitos y préstamos por vez primera desde julio de 2012. En línea con el objetivo de las autoridades de limitar el aumento del apalancamiento en el conjunto de la economía, los flujos de crédito han seguido moderándose, debido en particular a la supervisión más estricta de las actividades bancarias en la sombra. Posiblemente como consecuencia de esa acumulación de

deuda, los préstamos morosos han venido aumentando de forma sostenida desde 2012 y se dispararon en el tercer trimestre de este año. No obstante, dado que representan alrededor del 1 % del total de préstamos pendientes, se sitúan todavía en un nivel muy reducido desde una perspectiva histórica.

Por lo que respecta a otras economías emergentes de Asia, la recuperación económica sigue siendo gradual tras un período de débil crecimiento, ya que la desaceleración de la economía china en los últimos meses afectó especialmente a muchos países de la región orientados a la exportación.

En India, tras la elección del nuevo Gobierno, la confianza se mantiene en niveles elevados y los mercados bursátiles siguen recuperándose. El favorable clima económico es coherente con un crecimiento interanual del PIB del 6 % (a precios de mercado) en el tercer trimestre de 2014. En su calidad de gran importador neto de materias primas, a India le beneficia la caída de precios de dichas materias, mientras que a sus exportaciones, impulsadas por los servicios, les afecta menos la actual debilidad de la demanda mundial de bienes manufacturados. La inflación también se ha reducido de forma acusada en el transcurso del año como resultado del descenso de los precios de la energía y los alimentos y de las restrictivas políticas fiscal y monetaria.

En Indonesia, la mejora del clima económico asociada a la elección del nuevo presidente no se ha traducido todavía en unos resultados económicos más favorables, y el crecimiento del PIB (un 1,2 % , en tasa intertrimestral) ha seguido siendo débil en el tercer trimestre de 2014, debido principalmente a la atonía de la demanda externa. Tras un acusado descenso en los ocho primeros meses del año, la inflación experimentó una aceleración en el contexto del reciente recorte de las subvenciones a los combustibles por parte del nuevo Gobierno. En respuesta a la subida de los precios de los combustibles, el banco central de Indonesia decidió elevar el tipo de interés oficial en 25 puntos básicos hasta el 7,75 %. En Corea, el crecimiento del PIB mejoró ligeramente en el tercer trimestre de 2014 (0,9 % en tasa intertrimestral), dado que las medidas de estímulo monetario y fiscal beneficiaron al consumo. No obstante, la moderación de la demanda de China, sumada a la debilidad del yen japonés ha afectado a las importaciones de Corea, que se contrajeron en el tercer trimestre, creando incertidumbre con respecto a la recuperación del país impulsada por las exportaciones. Considerando que la inflación medida por los precios de consumo sigue siendo baja, el Banco de Corea decidió recortar aún más los tipos de interés, en 25 puntos básicos, en octubre.

#### **AMÉRICA LATINA**

La desaceleración del crecimiento en América Latina ha continuado en el segundo semestre del año, al tiempo que se han acentuado las tendencias divergentes observadas en la región. La evolución refleja, principalmente, notables deficiencias internas, asociadas en parte a los precios más bajos de las materias primas y a los costes de producción más elevados, pero también a los sustanciales desequilibrios que registran algunas economías importantes.

Brasil se enfrenta a un entorno de bajo crecimiento y elevada inflación. Tras dos trimestres de crecimiento negativo, el PIB real aumentó tan solo un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2014, respaldado por la inversión y el consumo públicos, mientras que el consumo privado continuó debilitándose. El sustancial endurecimiento de la política monetaria, el debilitamiento de la demanda externa, la fragilidad de la confianza y la incertidumbre en torno a la política económica han afectado al crecimiento. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas se han intensificado en los últimos meses sobrepasando el límite superior del 6,5 % del objetivo de inflación, como resultado, en gran medida, de la depreciación del tipo de cambio. Esta situación, sumada a las elevadas expectativas de inflación, obligó al banco central a elevar aún más el tipo de interés oficial, hasta el 11,25 %, en octubre (un aumento de 25 puntos básicos).



Argentina se encuentra actualmente en una fase de recesión. Según el indicador de actividad económica mensual, el producto real se redujo un  $-0,2\%$ , en tasa interanual, en septiembre de 2014. Los abultados desequilibrios internos, la elevada inflación y una débil posición fiscal están frenando el crecimiento. La menor demanda de Brasil, uno de los principales socios comerciales de Argentina, y el aumento de la incertidumbre tras el impago técnico de su deuda externa a finales de octubre han supuesto una carga adicional para la economía.

En México, por el contrario, la actividad se está recuperando de la acusada desaceleración sufrida en 2013, al tiempo que se está beneficiando del fortalecimiento de la demanda en Estados Unidos, la política fiscal expansiva y los reducidos tipos de interés. El PIB real creció a una tasa intertrimestral del  $0,5\%$  en el tercer trimestre, frente al  $1\%$  del trimestre anterior. La pérdida de impulso guardó relación, principalmente, con la debilidad de los sectores industrial y de servicios, mientras que la producción agrícola experimentó una mejora. No obstante, el Gobierno está intensificando sus esfuerzos para implementar el sustancial conjunto de reformas estructurales introducidas desde 2013, encaminadas a estimular el crecimiento en los próximos años. La inflación interanual medida por los precios de consumo repuntó en los últimos meses, situándose en el  $4,3\%$  en octubre de 2014, impulsada, principalmente, por los precios agrícolas y de la energía.

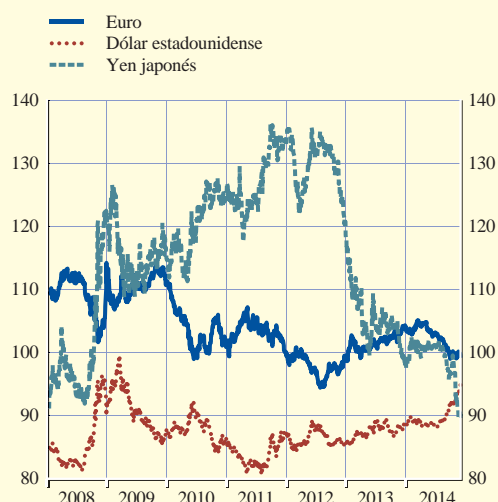
#### 1.4 TIPOS DE CAMBIO

Desde comienzos de septiembre hasta el 3 de diciembre de 2014, el euro se depreció frente a las monedas de la mayoría de los principales socios comerciales de la zona del euro. Los movimientos de los tipos de cambio guardaron relación, en gran medida, con la evolución de las expectativas respecto a la trayectoria de la política monetaria y con los ajustes de las expectativas de los mercados en cuanto a las perspectivas de económicas de la zona del euro en relación con otras grandes economías. El 3 de diciembre de 2014, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se situaba un  $1,8\%$  por debajo del nivel registrado a comienzos de septiembre y un  $3,9\%$  por debajo del observado un año antes (véanse gráfico 5 y cuadro 3).

No obstante, el movimiento generalizado a la baja del tipo de cambio efectivo del euro durante el período analizado oculta algunos patrones divergentes en el tipo de cambio bilateral del euro frente a monedas de países no pertenecientes a la UE. En términos bilaterales, desde comienzos de septiembre el euro se ha depreciado frente al dólar estadounidense (un  $6,1\%$ ) y, en mucha menor medida, frente a la libra esterlina. Por el contrario, se apreció considerablemente frente al yen japonés (un  $7,5\%$ ) tras el anuncio de la ampliación del programa de

Gráfico 5 Tipos de cambio efectivos nominales del euro, del dólar estadounidense y del yen japonés

(datos diarios; índice: I 1999 = 100)



Fuente: BCE.

Nota: El tipo de cambio efectivo nominal del euro se calcula frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Los tipos de cambio efectivos nominales del dólar estadounidense y del yen japonés se calculan frente a las monedas de 39 de los socios comerciales más importantes de Estados Unidos y Japón.

### Cuadro 3 Evolución del tipo de cambio del euro

(datos diarios; unidades de moneda por euro; tasas de variación)

	Ponderación en el tipo de cambio efectivo del euro (TCE-20)	Variación del tipo de cambio efectivo del euro a 3 de diciembre de 2014 con respecto al	
		1 de septiembre de 2014	3 de diciembre de 2013
TCE-20		-1,8	-3,9
Renminbi chino	18,7	-6,1	-8,4
Dólar estadounidense	16,8	-6,1	-9,2
Libra esterlina	14,8	-0,5	-4,9
Yen japonés	7,2	7,5	5,7
Franco suizo	6,4	-0,3	-2,1
Eslovi polaco	6,2	-1,2	-1,0
Corona checa	5,0	-0,4	0,6
Corona sueca	4,7	0,9	4,6
Won coreano	3,9	3,3	-4,6
Forinto húngaro	3,2	-2,4	1,3
Corona danesa	2,6	-0,1	-0,2
Leu rumano	2,0	0,7	-0,8
Kuna croata	0,6	0,8	0,5

Fuente: BCE.

Nota: El tipo de cambio efectivo nominal se calcula frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.

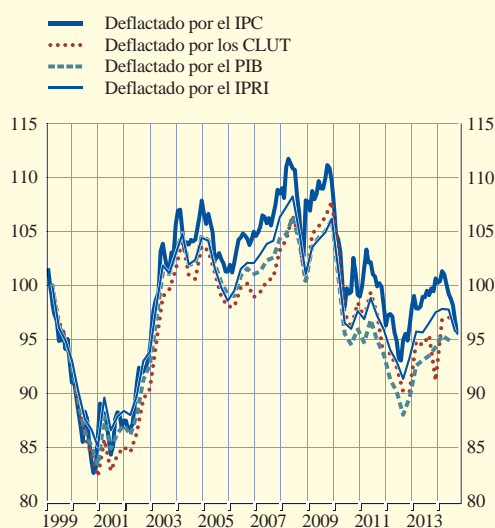
relajación monetaria cuantitativa y cualitativa por parte del Banco de Japón a finales de octubre. Durante ese período, el euro también se apreció frente a la mayoría de las monedas de los países exportadores de materias primas y de varias economías emergentes de Asia, con la notable excepción del renminbi chino, frente al que se depreció un 6,1 %. Al mismo tiempo, desde comienzos de septiembre, el euro se ha apreciado un 33,5 % frente al rublo ruso.

En cuanto a las monedas de otros Estados miembros de la UE, el tipo de cambio del euro se ha apreciado en los tres últimos meses frente a la corona sueca (un 0,9 %), la kuna croata (un 0,8 %) y el leu rumano (un 0,7 %), pero se ha debilitado frente al forinto húngaro (un 2,4 %) y el eslovi polaco (un 1,2 %). La litas lituana y la corona danesa, que participan en el MTC II, se han mantenido, en general, estables frente al euro, cotizando al tipo de cambio correspondiente a las respectivas paridades centrales o en niveles próximos a dichas paridades.

Por lo que respecta a los indicadores de competitividad internacional en términos de precios y costes de la zona del euro, en noviembre de 2014, el tipo de cambio efectivo real del euro basado en los precios de consumo se situaba un 4 % por debajo del nivel registrado un año antes (véase gráfico 6). Este descenso refleja tanto la depreciación del tipo de cambio efectivo nominal como una tasa de inflación de los precios de consumo ligeramente menor en la zona del euro en comparación con sus principales socios comerciales.

### Gráfico 6 Tipos de cambio efectivos reales del euro

(datos mensuales/trimestrales; índice: 1 1999 = 100)



Fuente: BCE.

Nota: Los tipos de cambio efectivos reales del euro se calculan frente a las monedas de 20 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Las series se deflactan por el índice de precios de consumo (IPC), por los costes laborales unitarios del total de la economía (CLUT), por el deflactor del PIB (PIB) y por el índice de precios industriales (IPRI) respectivamente.

## 2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

### 2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

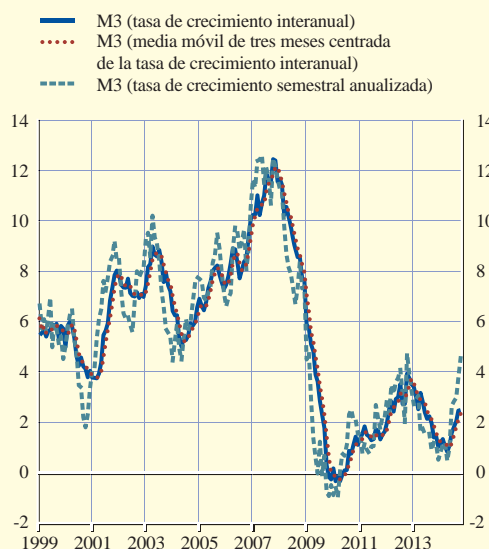
La información disponible para el tercer trimestre y octubre de 2014 confirma la continuación del débil crecimiento monetario y crediticio subyacente en un entorno de baja inflación. Al mismo tiempo, el crecimiento de M3 se recuperó ligeramente tras el mínimo observado en abril. Además, se reafirman las señales de haber alcanzado un punto de inflexión en la dinámica de los préstamos en el segundo trimestre (especialmente en relación con los préstamos a las sociedades no financieras). En este contexto, es de esperar que la disminución de la incertidumbre tras la finalización de la evaluación global y las medidas más recientes de política monetaria incentiven la concesión de crédito bancario, así como la transmisión de las favorables condiciones de financiación de las entidades de crédito a las condiciones de los préstamos. En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la creación de dinero en la zona del euro se vio respaldada en el tercer trimestre y en octubre por un nuevo descenso de los pasivos financieros a más largo plazo y una reducción del impacto negativo de la contracción del crédito. La acumulación de activos exteriores netos por parte de las IFM continuó siendo la principal fuente de creación de dinero en la zona del euro, en términos interanuales, aunque el ritmo de dicha acumulación se ralentizó. La disminución de los principales activos de las IFM se volvió a acentuar en octubre debido, sobre todo, a la mayor contracción de dichos activos en los países no sometidos a tensiones.

La tasa de crecimiento interanual de M3 continuó recuperándose y se situó en el 2,5% en octubre, frente al 2% del tercer trimestre y al 1,1% del segundo (véanse gráfico 7 y cuadro 4). Esta evolución del crecimiento interanual de M3 reflejó la persistente preferencia del sector tenedor de dinero por la liquidez monetaria en un contexto de tipos de interés muy bajos. Los muy reducidos niveles de remuneración de los activos monetarios hicieron que dicho sector mantuviera su preferencia por los depósitos a la vista frente a otros depósitos incluidos en M3, lo que reforzó el sólido crecimiento interanual de M1. Al mismo tiempo, consideraciones de rentabilidad/riesgo han podido llevar a los inversores que buscan rentabilidad a desplazar parte de sus activos monetarios hacia instrumentos menos líquidos no contenidos en M3 con niveles de remuneración más elevados, como los fondos de inversión.

Los préstamos a las Administraciones Públicas continuaron disminuyendo en el tercer trimestre, aunque a un ritmo más lento. De igual modo, los préstamos al sector privado no financiero mantuvieron su frágil dinámica tanto en el tercer trimestre como en octubre, pero su tasa de contracción volvió a descender. Esta evolución respalda aún más la valoración de que la dinámica del crédito alcanzó un punto de inflexión en el segundo trimestre, especialmente en el caso de los préstamos a las sociedades no financieras. Este giro sería coherente con la relación histórica adelanto/retardo entre los préstamos de las IFM a los distintos sectores y el ciclo económico. Además, se espera que los préstamos al sector privado se beneficien de la disminución de la incertidumbre tras la finalización de la reciente evaluación global llevada a cabo por el BCE, así como de la

Gráfico 7 Crecimiento de M3

(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

#### Cuadro 4 Cuadro resumen de variables monetarias

(los datos trimestrales son medias; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)

	Saldos vivos en porcentaje de M3 <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual					
		2013 IV	2014 I	2014 II	2014 III	2014 Sep	2014 Oct
<b>M1</b>	<b>56,7</b>	<b>6,4</b>	<b>6,0</b>	<b>5,3</b>	<b>5,8</b>	<b>6,2</b>	<b>6,2</b>
Efectivo en circulación	9,4	4,1	6,0	5,6	5,7	6,0	5,6
Depósitos a la vista	47,3	6,9	6,0	5,2	5,8	6,2	6,3
M2 - M1 (= otros depósitos a corto plazo)	37,1	-1,2	-2,4	-2,1	-1,7	-1,6	-2,1
Depósitos a plazo hasta dos años	16,0	-6,3	-6,8	-5,4	-4,3	-3,9	-4,9
Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses	21,0	3,3	1,4	0,7	0,3	0,3	0,2
<b>M2</b>	<b>93,8</b>	<b>3,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>2,6</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>
M3 - M2 (= instrumentos negociables)	6,2	-17,1	-13,1	-12,4	-6,8	-4,4	-1,0
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>
<b>Crédito a residentes en la zona del euro</b>		<b>-1,2</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,3</b>
Crédito a las Administraciones Públicas		0,1	-0,2	-1,3	-1,5	-0,5	-0,1
Préstamos a las Administraciones Públicas		-6,7	-4,0	-2,6	-1,0	-0,7	-1,3
Crédito al sector privado		-1,6	-2,3	-2,5	-2,0	-1,9	-1,7
Préstamos al sector privado		-2,2	-2,3	-1,9	-1,5	-1,2	-1,1
Préstamos al sector privado ajustados de ventas y titulizaciones <sup>2)</sup>		-1,8	-2,0	-1,5	-0,9	-0,6	-0,5
<b>Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas)</b>		<b>-3,6</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,7</b>	<b>-4,8</b>

Fuente: BCE.

1) A fin del último mes disponible. Pueden producirse discrepancias debido al redondeo.

2) Ajustados de préstamos dados de baja del balance estadístico de las IFM por venta o titulización.

aplicación de las medidas de política monetaria no convencionales anunciadas en junio y septiembre. Estas últimas incluyen, en concreto, operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO), el programa de compras de bonos de titulización de activos y el tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados. Estas medidas están destinadas a mejorar las condiciones de financiación y la capacidad de préstamo de las entidades de crédito, aunque es necesario que pase un tiempo antes de que se reflejen en los volúmenes de crédito. Asimismo, los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre de 2014 ofrecen indicios adicionales de un giro en la dinámica crediticia, dado que las entidades de crédito señalan una mejora gradual de las condiciones de los préstamos a las empresas y hogares de la zona del euro, así como una recuperación de la demanda de préstamos.

La acumulación de activos exteriores netos por parte de las IFM continuó siendo la principal fuente de creación de dinero, en términos interanuales, en la zona del euro en el tercer trimestre y en octubre, aunque el ritmo de dicha acumulación se ralentizó. En el período de doce meses transcurrido hasta octubre, la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro aumentó en 306 mm de euros, frente a un máximo de 413 mm de euros en el período de doce meses transcurridos hasta julio. La disminución de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) también siguió favoreciendo la creación de dinero en el tercer trimestre y se acentuó en octubre. En cambio, las entidades de crédito continuaron incrementando su capital en el tercer trimestre y en octubre, lo que se tradujo en un nuevo aumento del capital y reservas.

La contracción de los principales activos de las IFM volvió a acentuarse en octubre. En concreto, estos activos disminuyeron en 119 mm de euros en los tres meses transcurridos hasta octubre, en comparación

con un descenso de 21 mm de euros en los tres meses anteriores. Esta mayor contracción se debió, sobre todo, a que la reducción registrada en los países no sometidos a tensiones fue más acusada. Si se analizan los distintos tipos de activos, la disminución de los principales activos de las IFM estuvo determinada, fundamentalmente, por la significativa caída del crédito interbancario y el retroceso del crédito bancario al sector privado, que se vieron contrarrestados parcialmente por el aumento del crédito a las Administraciones Públicas.

En conjunto, la evolución monetaria del período transcurrido hasta octubre confirmó la debilidad general del crecimiento monetario y crediticio en un entorno de baja inflación, aunque se registraron señales de inflexión a partir del segundo trimestre de 2014.

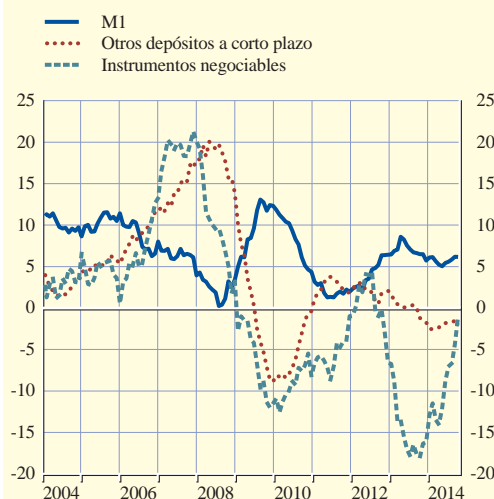
### PRINCIPALES COMPONENTES DE M3

El crecimiento interanual de M3 en el tercer trimestre y en octubre volvió a estar determinado, principalmente, por la evolución de M1. Los muy reducidos niveles de remuneración de los activos monetarios siguieron traducándose en que dicho sector prefirió los depósitos a la vista frente a otros depósitos incluidos en M3. El continuo desplazamiento hacia los depósitos a la vista sugiere que la información anecdótica sobre la aplicación de tipos negativos a los depósitos de las grandes empresas no ha inducido todavía a los clientes a mover volúmenes de fondos significativos a los depósitos a muy corto plazo. Por tanto, el agregado monetario estrecho (M1) fue el único componente que contribuyó positivamente al crecimiento interanual de M3 (véase gráfico 8). La contribución negativa de otros depósitos a corto plazo (es decir, M2 menos M1) se estabilizó en el tercer trimestre, antes de pasar a ser más negativa en octubre. En cambio, la contribución negativa de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2) siguió moderándose.

El análisis de los distintos componentes de M3 indica que la tasa de crecimiento interanual de M1 registró un incremento adicional en términos trimestrales y se situó en el 5,8 % en el tercer trimestre y en el 6,2 % en octubre, frente al 5,3 % del segundo trimestre (véase cuadro 4). Esta aceleración fue reflejo del aumento de los depósitos a la vista, que en el tercer trimestre fue atribuible principalmente a los depósitos de los hogares (y, en menor medida, de las sociedades no financieras). En octubre, los intermediarios financieros no monetarios distintos de las empresas de seguros y fondos de pensiones (es decir, OIF) también contribuyeron a estos flujos de entrada. Entre tanto, la tasa de crecimiento interanual del efectivo en circulación se mantuvo básicamente estable en el 5,7 % en el tercer trimestre, frente al 5,6 % del segundo trimestre, antes de situarse en el 5,6 % en octubre. El crecimiento de otros depósitos a corto plazo se debilitó, con tasas de variación interanual negativas del -1,7 % y del -2,1 % en el tercer trimestre y en octubre, respectivamente, mientras que la tasa de crecimiento interanual de los instrumentos negociables siguió siendo cada vez menos negativa, pasando del -12,4 % en el segundo trimestre al -6,8 % en el tercero y al -1 % en octubre.

**Gráfico 8 Principales componentes de M3**

(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.



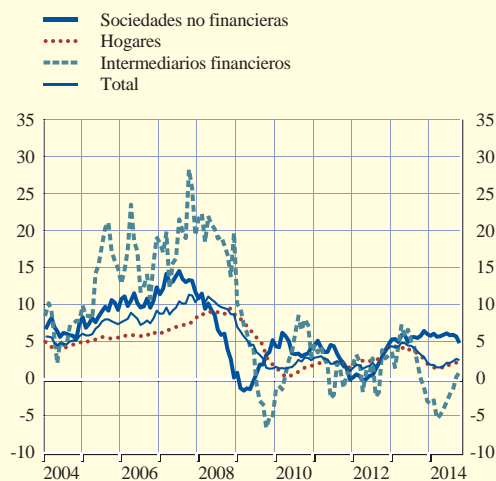
En cuanto a otros depósitos a corto plazo, las salidas registradas en los depósitos a corto plazo (es decir, depósitos a plazo hasta dos años) repuntaron otra vez en octubre, y la tasa de crecimiento interanual de estos depósitos fue del -4,9 % (frente al -4,3 % del tercer trimestre y el -5,4 % del segundo). La tasa de crecimiento interanual de los depósitos de ahorro a corto plazo (es decir, depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses) se redujo de nuevo, situándose en el 0,2 % en octubre y en el 0,3 % en el tercer trimestre (frente al 0,7 % del segundo trimestre). Esta evolución general siguió obedeciendo sobre todo a las rentabilidades excepcionalmente bajas de estos depósitos en relación con otros instrumentos de inversión a plazos más largos, mientras que los muy reducidos niveles de remuneración de los activos monetarios se tradujeron en que el sector tenedor de dinero prefirió los depósitos a la vista frente a otros depósitos incluidos en M3 (sobre todo en octubre).

Por lo que respecta a la evolución de los instrumentos negociables, la tasa de variación interanual de las cesiones temporales fue del 4,6 % en el tercer trimestre, frente al -5,8 % en el segundo, y volvió a aumentar hasta situarse en el 10,2 % en octubre. La tasa de variación interanual de las participaciones en fondos del mercado monetario también se incrementó sustancialmente, y se situó en el -4,8 % en el tercer trimestre, en comparación con el -9,2 % del segundo, antes de pasar a ser positiva (1 %) en octubre. En cambio, la tasa de variación interanual de los valores representativos de deuda a corto plazo (esto es, con vencimiento inicial hasta dos años) de las IFM en poder del sector tenedor de dinero continuó siendo marcadamente negativa y se situó en el -26,6 % en el tercer trimestre y en el -21,8 % en octubre, frente al -30,7 % del segundo trimestre. Es probable que las consideraciones de rentabilidad/riesgo y la mayor preferencia por la liquidez hayan llevado a los inversores a reasignar sus fondos, desplazándolos de M3 hacia activos con niveles de remuneración más elevados. No obstante, los niveles de remuneración de los instrumentos negociables incluidos en M3 se mantienen bajos, lo que sugiere que la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores continúa siendo un factor importante, aunque menos que en trimestres anteriores. Al mismo tiempo, los incentivos regulatorios en el contexto de Basilea III siguen animando a las entidades de crédito a aumentar su financiación mediante depósitos, lo que contribuye a la falta de dinamismo de las emisiones de valores representativos de deuda de las IFM. Asimismo, es probable que los fondos a más largo plazo obtenidos mediante las TLTRO de septiembre hayan sustituido, en parte, a estas fuentes de financiación bancaria.

La tasa de crecimiento interanual de los depósitos totales de M3, que incluyen todos los depósitos a corto plazo y las cesiones temporales, se incrementó hasta el 2,3 % en el tercer trimestre, desde el 1,7 % del segundo trimestre, antes de seguir aumentando y situarse en el 2,5 % en octubre (véase gráfico 9). Los hogares continuaron siendo el sector que más contribuyó a dicha tasa de crecimiento, aunque la tasa de avance interanual de los depósitos de M3 de los hogares se mantuvo contenida en términos históricos (el 2,1 % en octubre). En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los depósitos de M3 de las sociedades no financieras cayó hasta el 4,8 % en octubre, desde el 5,9 % del segundo y tercer trimestres (aunque su nivel se mantuvo elevado).

**Gráfico 9 Depósitos a corto plazo y cesiones temporales**

(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.  
Nota: Sector IFM, excluido el Eurosistema.

Tanto los hogares como las sociedades no financieras siguieron reasignando sus fondos dentro de los depósitos de M3, desplazándolos hacia los depósitos a la vista (el componente más líquido de los depósitos de M3). Es probable que esta evolución refleje tanto la preferencia general por una liquidez más elevada en un entorno de bajos tipos de interés como la posible incertidumbre de las empresas sobre su acceso a la financiación (particularmente debido a los requisitos regulatorios aplicables a las líneas de crédito en el contexto de Basilea III). Sin embargo, en octubre, la calidad del aumento mensual de los depósitos de M3 fue distinta de la observada en meses anteriores, dado que se derivó, fundamentalmente, del incremento de los depósitos mantenidos por los intermediarios financieros no monetarios, mientras que la evolución de los depósitos de M3 de los hogares y de las sociedades no financieras fue reflejo, sobre todo, de la reasignación de fondos dentro de M3, con desplazamientos hacia los componentes más líquidos.

### PRINCIPALES CONTRAPARTIDAS DE M3

En cuanto a las contrapartidas de M3, las mayores salidas registradas en pasivos financieros a más largo plazo contribuyeron al crecimiento de M3 en el tercer trimestre y en octubre, al igual que la reducción del impacto negativo de la contracción del crédito. Al mismo tiempo, el respaldo al crecimiento interanual del agregado monetario amplio procedente de fuentes externas de creación de dinero disminuyó en el período analizado.

La tasa de variación interanual del crédito otorgado por las IFM a las Administraciones Públicas continuó descendiendo en el tercer trimestre, situándose en el  $-1,5\%$ , frente al  $-1,3\%$  del segundo trimestre, pero después se recuperó y se situó en el  $-0,1\%$  en octubre (véase cuadro 4).

Mientras tanto, la tasa de crecimiento interanual del crédito concedido por las IFM al sector privado continuó recuperándose gradualmente y se situó en el  $-1,7\%$  en octubre, frente al  $-2\%$  del tercer trimestre y al  $-2,5\%$  del segundo. Entre sus componentes, la tasa de variación interanual de los valores representativos de deuda continuó siendo marcadamente negativa, con un nivel de  $-8\%$  en octubre, en comparación con el  $-7,8\%$  del tercer trimestre y el  $-8,1\%$  del segundo. La tasa de crecimiento interanual de las acciones y otras participaciones se incrementó hasta alcanzar el  $2,5\%$  en octubre, frente al  $2,1\%$  del tercer trimestre y el  $0,1\%$  del segundo. La tasa de variación interanual de los préstamos al sector privado, ajustados de ventas y titulizaciones, aumentó hasta situarse en el  $-0,5\%$  en octubre, frente al  $-0,9\%$  del tercer trimestre y el  $-1,5\%$  del segundo. Desde una perspectiva sectorial, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares volvió a elevarse ligeramente en el tercer trimestre y en octubre, manteniéndose por tanto en niveles moderadamente positivos, mientras que las tasas de crecimiento interanual de los préstamos a las sociedades no financieras y de los préstamos a los intermediarios financieros no monetarios permanecieron en niveles negativos (aunque también aumentaron). La evolución de los tres sectores fue generalizada en los países de la zona del euro.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares (ajustados de ventas y titulizaciones) permaneció prácticamente estable en los últimos trimestres (aunque aumentó ligeramente) y se situó en el  $0,6\%$  en octubre, en comparación con el  $0,5\%$  del tercer trimestre y el  $0,4\%$  del segundo. La suma de los flujos de crédito al consumo y de otros préstamos a hogares se mantuvo básicamente sin variación en el tercer trimestre y en octubre. En cambio, la contribución de los préstamos para adquisición de vivienda fue positiva en el tercer trimestre y en octubre. Estos resultados son coherentes con los indicios procedentes de la encuesta sobre préstamos bancarios y la evolución de los precios de la vivienda, que sugieren un fortalecimiento gradual de la actividad en el mercado de préstamos para adquisición de vivienda.

La tasa de variación interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulizaciones) continuó recuperándose (aunque permaneció en niveles negativos)

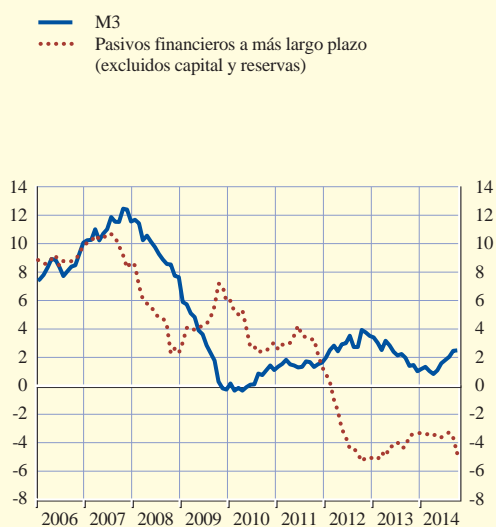
y se situó en el -1,6% en octubre, frente al -2,1% del tercer trimestre y el -2,7% del segundo. Este resultado fue reflejo del nuevo aumento de la contribución de los préstamos a corto plazo. Adoptando una perspectiva a más largo plazo, la evolución que registraron los préstamos a las sociedades no financieras en octubre está en consonancia con la valoración de que su dinámica interanual alcanzó un punto de inflexión en el segundo trimestre de 2014, y muestra al mismo tiempo una estabilización de los flujos mensuales en valores reducidos, aunque negativos (especialmente en los países en dificultades).

Desde una perspectiva más general, el crédito bancario de la zona del euro sigue reflejando factores de oferta y de demanda, aunque con una heterogeneidad considerable entre países. La fragmentación de los mercados financieros por países sigue contribuyendo a los elevados costes de financiación soportados por los sectores no financieros en algunos territorios, lo que afecta negativamente al gasto y a los gastos de capital del sector privado. Además, las necesidades de desapalancamiento del sector privado también pueden estar debilitando la demanda de crédito en varios países. Por último, en un entorno de acceso limitado a la financiación bancaria en algunos Estados, las empresas han recurrido cada vez más a fuentes de financiación alternativas, como los recursos generados internamente y, en el caso de empresas no financieras más grandes, el acceso directo a los mercados de capitales (véase sección 2.6).

En cuanto a las demás contrapartidas de M3, la tasa de variación interanual de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM (excluidos capital y reservas) registró un nuevo descenso y se situó en el -4,8% en octubre, frente al -3,4% del segundo y el tercer trimestres (véase gráfico 10). La contracción continua de estos pasivos financieros supone un respaldo adicional al crecimiento de M3, especialmente en lo que respecta a los desplazamientos de fondos de depósitos a largo plazo a depósitos a la vista. Al mismo tiempo, la reducción de los valores representativos de deuda a más largo plazo de las IFM

**Gráfico 10 M3 y pasivos financieros a más largo plazo de las IFM**

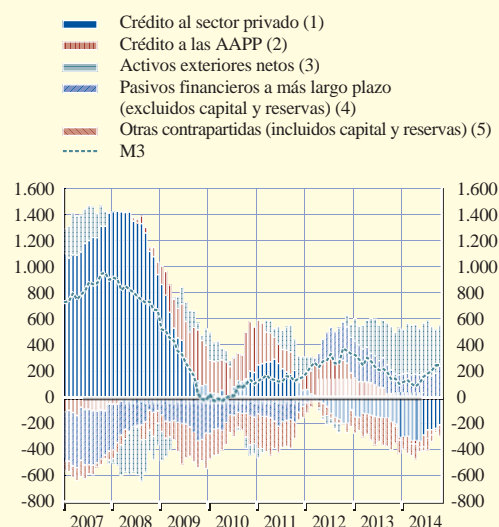
(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

**Gráfico 11 Contrapartidas de M3**

(flujos interanuales; mm de euros; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Notas: M3 figura solo como referencia ( $M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5$ ). Los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) figuran con signo invertido, porque son pasivos del sector IFM.

refleja las menores necesidades de financiación de las entidades de crédito en un contexto de desapalancamiento, así como los incentivos para optar por los fondos del Eurosistema a más largo plazo disponibles a través de las TLTRO.

Los activos exteriores netos de las IFM registraron entradas más moderadas, por valor de 28 mm de euros en el tercer trimestre y de 10 mm de euros en octubre (véase gráfico 11). Esta reducción de los flujos, que sucedió a una serie de cuantiosas entradas desde mediados de 2012, mermó el respaldo prestado al crecimiento monetario. La posición acreedora neta frente al exterior de las IFM de la zona del euro recoge los flujos de capital del sector tenedor de dinero cuando los fondos se canalizan a través de las IFM, así como las transferencias de activos emitidos por dicho sector. Por tanto, estos flujos reflejan la menor preferencia de los inversores por los activos de la zona del euro, como avalan las encuestas llevadas a cabo entre los inversores en los últimos meses. (Para más información sobre la evolución reciente de la balanza de pagos de la zona del euro, véase el recuadro 1.)

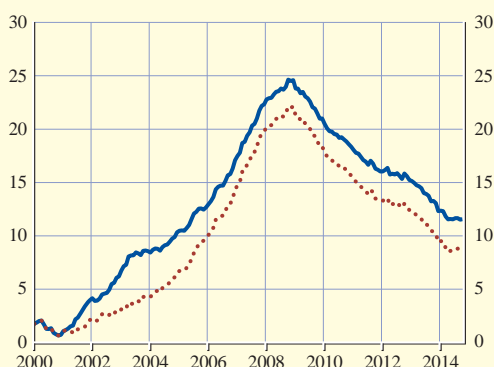
### VALORACIÓN GENERAL DE LA SITUACIÓN DE LIQUIDEZ MONETARIA

La débil evolución de M3 observada entre finales de diciembre de 2013 y octubre de 2014 se ha traducido, en conjunto, en nuevas disminuciones de la liquidez monetaria acumulada en la zona del euro con anterioridad a la crisis financiera, aunque apunta a un cierto aumento de la liquidez monetaria real en los últimos meses (véanse gráficos 12 y 13). Algunos indicadores de la liquidez monetaria que son objeto de seguimiento por parte del BCE sugieren que se ha reducido significativamente el exceso de liquidez que se acumuló

**Gráfico 12 Estimaciones de la brecha monetaria nominal<sup>1)</sup>**

(en porcentaje del saldo de M3; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario; diciembre 1998 = 0)

- Brecha monetaria nominal basada en M3 oficial
- ..... Brecha monetaria nominal basada en M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera<sup>2)</sup>



Fuente: BCE.

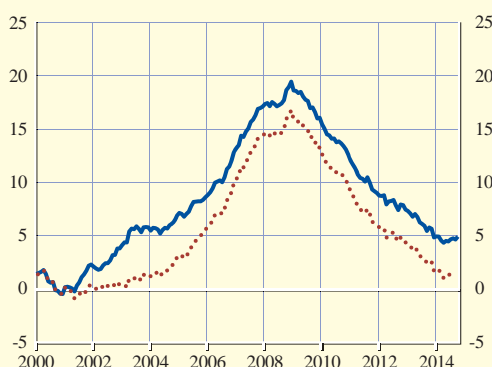
1) La brecha monetaria nominal se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3 y el nivel de M3 que correspondería a un crecimiento constante de este agregado monetario igual a su valor de referencia (4,5%), tomando diciembre de 1998 como período base.

2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque general que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2004.

**Gráfico 13 Estimaciones de la brecha monetaria real<sup>1)</sup>**

(en porcentaje del saldo de M3 real; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario; diciembre 1998 = 0)

- Brecha monetaria real basada en M3 oficial
- ..... Brecha monetaria real basada en M3 corregido por el impacto estimado de los desplazamientos de cartera<sup>2)</sup>



Fuente: BCE.

1) La brecha monetaria real se define como la diferencia existente entre el nivel efectivo de M3, deflactado por el IAPC, y el nivel de M3, en términos reales, que habría resultado de un crecimiento nominal constante de este agregado monetario igual al valor de referencia (4,5%), y de una tasa de inflación, medida por el IAPC, compatible con la definición de estabilidad de precios del BCE, tomando diciembre de 1998 como período base.

2) Las estimaciones de la magnitud de los desplazamientos de cartera hacia M3 se obtienen utilizando el enfoque general que se analiza en la sección 4 del artículo titulado «Análisis monetario en tiempo real», *Boletín Mensual*, BCE, octubre de 2004.

antes de la crisis. Parece que la situación de liquidez monetaria en la zona del euro está más equilibrada que en el pasado. No obstante, ha de recordarse que estos indicadores deben interpretarse con cautela, ya que la evaluación de los saldos monetarios de equilibrio conlleva una incertidumbre considerable.

En conjunto, el crecimiento monetario y crediticio subyacente se recuperó en el tercer trimestre, pero siguió siendo débil. El crecimiento del agregado monetario amplio cobró vigor a partir de la primavera, respaldado por la persistente preferencia por la liquidez monetaria, el descenso más acusado de los pasivos financieros a más largo plazo y la reducción del impacto negativo de la contracción del crédito. El frágil crecimiento del crédito al sector privado siguió reflejando factores de demanda de carácter cíclico y estructural y condiciones de oferta restrictivas en algunos países. Sin embargo, los datos correspondientes al período transcurrido hasta octubre confirman que se ha alcanzado un punto de inflexión en el segundo trimestre, en especial en el caso de los préstamos a las sociedades no financieras. A medio plazo, un requisito previo fundamental para que la recuperación del crédito al sector privado sea sostenida es que se restablezca la capacidad de las entidades de crédito para asumir riesgos y se recupere la demanda de crédito bancario por parte de dicho sector. Esta recuperación se verá favorecida por la disminución de la incertidumbre tras la finalización de la evaluación global llevada a cabo por el BCE y por las medidas de política monetaria más recientes, que están destinadas a incentivar la concesión de crédito bancario, así como la transmisión de las favorables condiciones de financiación de las entidades de crédito a las condiciones de los préstamos para el sector privado.

#### Recuadro I

##### EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS DE LA ZONA DEL EURO

En este recuadro se analiza la evolución de la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro hasta el tercer trimestre de 2014. Los datos subyacentes se han compilado de conformidad con las nuevas directrices introducidas en la sexta edición del Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional del FMI (MBP6). En octubre de 2014, el BCE comenzó a publicar datos compilados de conformidad con el MBP6 sobre la balanza de pagos y la posición de inversión internacional de la zona del euro que abarcan el período transcurrido a partir de enero de 2013<sup>1</sup>. En los tres primeros trimestres de 2014, el superávit por cuenta corriente de la zona del euro se reflejó en unas salidas financieras netas totales de alrededor de 200 mm de euros, que tuvieron su origen, en gran medida, en unas salidas netas de otras inversiones (principalmente, depósitos y préstamos) por importe de 177 mm de euros y en unas salidas netas de derivados financieros que ascendieron a 25 mm de euros, mientras que el agregado de inversiones directas y de cartera registró un saldo próximo a cero (véase el cuadro).

El saldo agregado de inversiones directas y de cartera pasó de registrar unas salidas netas de 49 mm de euros en los tres primeros trimestres de 2013 a contabilizar una entrada neta de 1 mm de euros en los tres primeros trimestres de 2014. Este cambio de signo tuvo su origen en los flujos de inversiones de cartera, que pasaron de unas salidas netas de 27 mm de euros a unas entradas netas de 63 mm de euros. En los tres primeros trimestres de 2014, los inversores extranjeros mostraron un gran interés en las participaciones en el capital y en fondos de inversión de la zona del euro, registrándose compras netas por importe de 236 mm de euros, frente a las compras netas de 128 mm de euros contabilizadas en el

1 Para más información, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/external/bpm6/html/index.en.html>.

**Principales partidas de la cuenta financiera de la balanza de pagos de la zona del euro**

(mm de euros; datos sin desestacionalizar)

	Cifras acumuladas de tres meses						Cifras acumuladas de nueve meses					
	2014 Junio			2014 Septiembre			2013 Septiembre			2014 Septiembre		
	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo	Activos	Pasivos	Saldo
<b>Cuenta financiera<sup>1)</sup></b>			82,8			37,5			283,3			202,4
Total de inversiones directas y de cartera												
Inversiones directas	127,7	162,6	-34,9	136,1	83,7	52,4	510,8	462,1	48,7	341,7	342,6	-1,0
Inversiones de cartera	-24,9	-29,1	4,2	43,3	24,2	19,1	303,7	281,7	21,9	27,2	-34,9	62,0
Participaciones en el capital y en fondos de inversión	152,6	191,7	-39,1	92,8	59,5	33,3	207,2	180,4	26,8	314,5	377,5	-63,0
Valores representativos de deuda	65,0	110,4	-45,3	14,1	63,1	-49,0	124,9	128,1	-3,2	97,3	235,8	-138,5
A largo plazo	87,5	81,3	6,3	78,7	-3,7	82,3	82,3	52,3	30,0	217,2	141,7	75,5
A corto plazo	71,5	60,8	10,7	53,5	16,6	36,8	74,6	-0,2	74,8	163,4	137,8	25,7
Otras inversiones	16,0	20,4	-4,4	25,2	-20,3	45,5	7,7	52,5	-44,8	53,8	3,9	49,8
Derivados financieros, neto	47,7	-54,0	101,7	11,1	28,2	-17,2	-6,0	-215,1	209,1	299,0	121,8	177,2
Activos de reserva			15,6			3,4			21,1			24,9
De los cuales: IFM	0,3			-1,2			4,4			1,3		
Inversiones directas	4,3	2,3	2,1	3,6	1,1	2,5	-2,0	6,1	-8,1	13,7	1,9	11,8
Inversiones de cartera	9,5	29,6	-20,1	39,7	38,7	1,0	-19,6	-33,7	14,0	39,4	95,7	-56,3
Participaciones en el capital y en fondos de inversión	-6,2	20,3	-26,5	8,3	20,5	-12,2	35,5	-12,2	47,7	-12,9	55,5	-68,5
Valores representativos de deuda	15,7	9,3	6,4	31,4	18,2	13,2	-55,1	-21,5	-33,7	52,3	40,1	12,2
Otras inversiones	58,1	-22,5	80,6	11,1	43,0	-31,9	-51,6	-197,9	146,4	213,1	91,5	121,6

Fuente: BCE.

Nota: Las sumas pueden no coincidir, debido al redondeo.

1) Los valores positivos de los activos (pasivos) corresponden a las adquisiciones netas por residentes en la zona del euro (no residentes) de instrumentos financieros emitidos por no residentes en la zona (residentes en la zona del euro). El saldo corresponde a la diferencia entre activos y pasivos.

mismo período de 2013. Al mismo tiempo, las inversiones realizadas por residentes en la zona del euro en participaciones en el capital y en fondos de inversión extranjeras se redujeron de 125 mm de euros a 97 mm de euros. Las inversiones transfronterizas de la zona del euro en valores representativos de deuda experimentaron un aumento sustancial, tanto los activos como los pasivos. Los inversores de la zona del euro incrementaron sus compras netas de valores representativos de deuda extranjeros desde los 82 mm de euros registrados en los tres primeros trimestres de 2013 hasta 217 mm de euros en los tres primeros trimestres de 2014, mientras que las compras netas de valores representativos de deuda de la zona del euro realizadas por inversores extranjeros aumentaron de 52 mm de euros a 142 mm de euros, impulsadas por las adquisiciones netas de valores representativos de deuda a largo plazo de la zona del euro.

Las salidas netas de otras inversiones se redujeron desde los 209 mm de euros registrados en los tres primeros trimestres de 2013 hasta 177 mm de euros en los tres primeros trimestres de 2014. La dirección de los flujos se modificó, tanto en el lado de los activos como en el de los pasivos, lo que indica que las IFM de la zona del euro y las extranjeras frenaron la repatriación de otras inversiones extranjeras y de la zona, respectivamente, y, en su lugar, incrementaron de forma sustancial sus posiciones en el exterior, lo que sugiere una continua normalización de las transacciones transfronterizas en el sector de IFM de la zona del euro. En los tres primeros trimestres de 2014, el incremento de la posición acreedora neta de las IFM de la zona del euro frente al exterior tuvo un impacto positivo en la liquidez de la zona y se reflejó, en parte, en la evolución del agregado monetario amplio M3.



Como puede observarse en la presentación monetaria de la balanza de pagos, el aumento de la posición acreedora neta de las IFM frente al exterior durante este período fue, principalmente, resultado de las transacciones del sector de instituciones distintas de IFM relacionadas con el superávit por cuenta corriente de la zona del euro, mientras que las inversiones de cartera netas de este sector se situaron en una posición próxima al equilibrio.

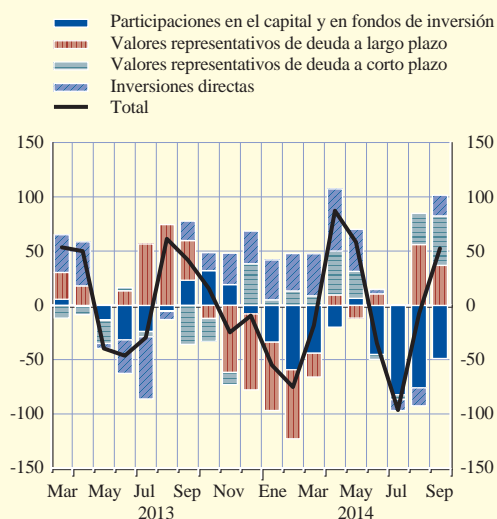
En el tercer trimestre de 2014, el agregado de inversiones directas y de cartera registró salidas netas por importe de 52 mm de euros, frente a las entradas netas de 35 mm de euros contabilizadas en el trimestre anterior (véase el gráfico). Este cambio de signo se debió a que las inversiones de cartera registraron salidas netas y al aumento de las salidas netas en concepto de inversiones directas. En la partida de inversiones de cartera, las entradas netas de participaciones en el capital y en fondos de inversión se incrementaron ligeramente, pasando de 45 mm de euros a

49 mm de euros. No obstante, tanto los inversores de la zona del euro como los inversores extranjeros redujeron sus compras netas transfronterizas de valores de renta variable en el tercer trimestre. Al mismo tiempo, las salidas netas de valores representativos de deuda se incrementaron de forma sustancial, hasta un total de 82 mm de euros (desde los 6 mm de euros registrados en el segundo trimestre), dado que los inversores extranjeros se convirtieron en vendedores netos de valores representativos de deuda a corto plazo de la zona del euro y ralentizaron notablemente el ritmo de sus adquisiciones netas valores de este tipo a largo plazo. Los inversores de la zona del euro aumentaron sus compras netas de valores representativos de deuda a corto plazo en el exterior, de 16 mm de euros a 25 mm de euros, reduciendo al mismo tiempo sus adquisiciones netas de valores de este tipo a largo plazo extranjeros de 72 mm de euros a 54 mm de euros. Las salidas netas resultantes de valores representativos de deuda a corto plazo reflejan, posiblemente, la caída de los rendimientos en los mercados monetarios de la zona del euro.

En el tercer trimestre de 2014, los no residentes en la zona del euro incrementaron sus compras netas de participaciones en el capital y de valores representativos de deuda emitidos por IFM de la zona del euro hasta un total de 39 mm de euros, mientras que las IFM de la zona aumentaron sus adquisiciones netas de valores extranjeros, lo que constituye un nuevo indicio de que se está produciendo una normalización gradual de este sector en la zona del euro. Los flujos de otras inversiones extranjeras cambiaron de signo registrándose entradas netas en el tercer trimestre, en la medida en que las IFM de la zona del euro ralentizaron el ritmo de expansión de sus tenencias en el exterior y los inversores extranjeros aumentaron sus tenencias de depósitos y préstamos de IFM de la zona.

### Total de Inversiones directas y de cartera

(mm de euros; flujos netos trimestrales)



Fuente: BCE.

Nota: los flujos netos corresponden a la diferencia entre los activos y los pasivos.

## 2.2 INVERSIÓN FINANCIERA DE LOS SECTORES NO FINANCIEROS E INVERSORES INSTITUCIONALES

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de los sectores no financieros aumentó ligeramente en el segundo trimestre de 2014. La frágil situación económica y la débil evolución de la renta disponible explican en parte la falta de dinamismo de la inversión financiera. La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones se incrementó en el segundo trimestre del año. En el tercer trimestre, los fondos de inversión, sobre todo los de renta fija, volvieron a registrar entradas significativas.

### SECTORES NO FINANCIEROS

En el segundo trimestre de 2014 (el más reciente para el que se dispone de datos procedentes de las cuentas integradas de la zona del euro), la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera total de los sectores no financieros aumentó ligeramente y se situó en el 1,6%, frente al 1,5% del primer trimestre del año (véase cuadro 5). La frágil situación económica y la débil evolución de la renta disponible explican en parte la falta de dinamismo de la inversión financiera. El detalle por instrumento financiero muestra que la tasa de crecimiento interanual de la inversión en valores representativos de deuda (excluidos derivados financieros) retrocedió ligeramente en el segundo trimestre.

El detalle por sectores (véase gráfico 14) pone de manifiesto que la tasa de crecimiento interanual de la inversión de los hogares y de las sociedades no financieras en activos financieros se debilitó en el segundo trimestre, mientras que la tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las Administraciones Públicas se incrementó de nuevo. En las secciones 2.6 y 2.7 se facilita información detallada sobre la evolución de los flujos de financiación y de los balances del sector privado no financiero.

Cuadro 5 Inversión financiera de los sectores no financieros de la zona del euro

	Saldo vivo, en porcentaje de los activos financieros <sup>1)</sup>	Tasas de crecimiento interanual											
		2011	2012	2012	2012	2012	2012	2013	2013	2013	2013	2014	2014
		IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	
<b>Inversión financiera</b>	<b>100</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	
Efectivo y depósitos	24	3,1	4,1	3,5	3,6	3,5	2,6	2,9	2,9	2,4	2,7	2,8	
Valores representativos de deuda, excluidos derivados financieros	5	2,8	1,1	0,9	-0,4	-5,4	-7,8	-10,0	-10,8	-10,0	-8,0	-8,5	
De los cuales: A corto plazo	0	14,6	13,6	15,5	15,0	-7,4	-15,6	-20,8	-25,2	-17,7	-8,3	-6,0	
De los cuales: A largo plazo	4	1,5	-0,3	-0,8	-2,1	-5,2	-6,8	-8,5	-8,9	-9,1	-7,9	-8,7	
Acciones y otras participaciones, excluidas participaciones en fondos de inversión	30	3,4	3,5	3,0	2,8	2,1	2,3	1,6	1,5	0,8	0,3	0,4	
De las cuales: Acciones cotizadas	6	2,1	2,8	3,4	0,9	0,5	0,3	2,0	2,1	1,8	1,2	-0,9	
De las cuales: Acciones no cotizadas y otras participaciones	25	3,8	3,7	3,0	3,2	2,4	2,7	1,5	1,4	0,6	0,1	0,7	
Participaciones en fondos de inversión	4	-9,0	-6,6	-5,6	-3,1	0,3	1,8	3,4	3,6	2,7	1,9	3,5	
Reservas técnicas de seguro	16	2,1	1,8	1,9	2,0	2,4	2,6	2,7	2,8	2,8	2,8	2,9	
Otros <sup>2)</sup>	21	2,8	1,5	2,2	2,4	3,5	4,2	3,9	3,3	2,9	2,8	3,0	
M3 <sup>3)</sup>		1,6	2,8	3,0	2,8	3,5	2,5	2,4	2,0	1,0	1,0	1,6	

Fuente: BCE.

1) A fin del último trimestre disponible. Pueden producirse discrepancias debido al redondeo.

2) Otros activos financieros comprende préstamos y otras cuentas pendientes de cobro, que a su vez incluyen el crédito comercial concedido por las sociedades no financieras.

3) A fin de trimestre. El agregado monetario M3 incluye los instrumentos monetarios mantenidos por entidades de la zona del euro que no son IFM (es decir, los sectores no financieros y los intermediarios financieros no monetarios) en IFM de la zona del euro y Administración Central.

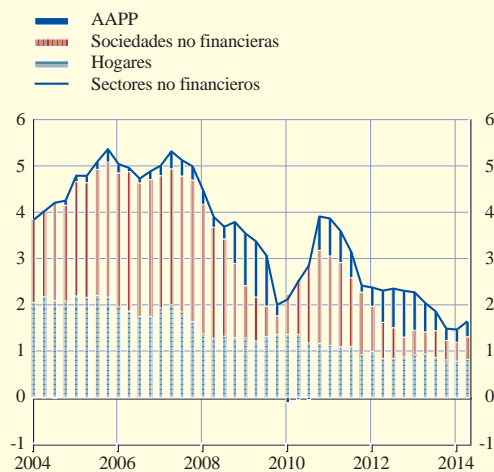
## INVERSORES INSTITUCIONALES

La tasa de crecimiento interanual de la inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones aumentó hasta el 3,6% en el segundo trimestre de 2014, desde el 3% del trimestre anterior (véase gráfico 15). El detalle por instrumento financiero muestra que esta tasa de crecimiento interanual positiva estuvo impulsada, principalmente, por la inversión en valores representativos de deuda y en participaciones en fondos de inversión.

Los datos sobre fondos de inversión, que ya están disponibles para el tercer trimestre de 2014, revelan que los fondos de inversión de la zona del euro distintos de los fondos del mercado monetario registraron una entrada trimestral por valor de 173 mm de euros, que fue 25 mm de euros inferior a la del trimestre anterior. El detalle de las operaciones por tipo de inversión muestra que las entradas en fondos de renta fija alcanzaron un total de 73 mm de euros,

## Gráfico 14 Inversión financiera de los sectores no financieros

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)



Fuente: BCE.

## Gráfico 15 Inversión financiera de las empresas de seguros y fondos de pensiones

(tasas de variación interanual; contribución en puntos porcentuales)

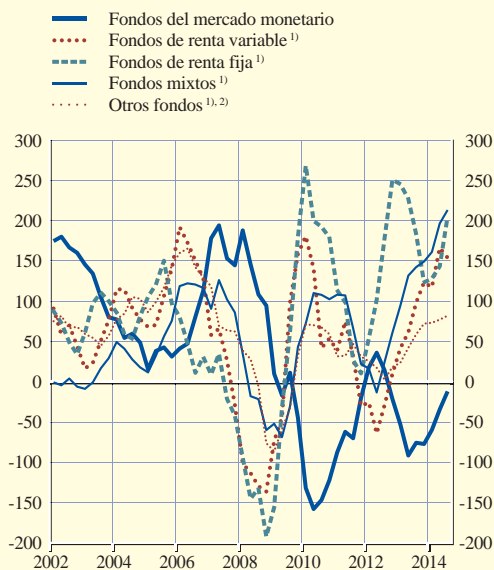


Fuente: BCE.

1) Incluye préstamos, depósitos, reservas técnicas de seguro y otras cuentas pendientes de cobro.

## Gráfico 16 Flujos de entrada netos anuales en fondos del mercado monetario y en fondos de inversión

(mm de euros)



Fuentes: BCE y EFAMA.

1) Con anterioridad al primer trimestre de 2009, las estimaciones de flujos trimestrales se obtenían de las estadísticas de fondos de inversión no armonizadas del BCE, de cálculos del BCE basados en datos nacionales proporcionados por EFAMA y de estimaciones del BCE.  
2) Incluye los fondos inmobiliarios, los fondos de inversión libre y los fondos no clasificados en otros fondos.

alrededor de 17 mm de euros más elevadas que en el trimestre anterior y, por tanto, representaron el grueso de la entrada trimestral total en fondos de inversión de la zona del euro en el tercer trimestre. Las entradas en fondos de renta variable y en fondos mixtos ascendieron a 25 mm de euros y 54 mm de euros, respectivamente, y los fondos del mercado monetario registraron entradas moderadas, por valor de 14 mm de euros, en el tercer trimestre (véase gráfico 16).

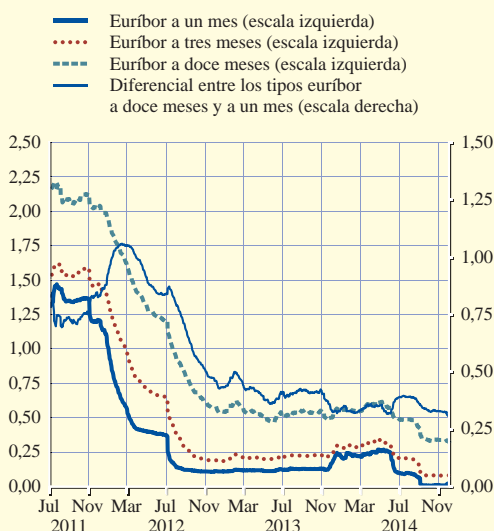
### 2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Con carácter general, los tipos de interés del mercado monetario registraron una leve reducción adicional entre finales de agosto y principios de diciembre de 2014, tras las decisiones adoptadas en septiembre por el Consejo de Gobierno, y estas reducciones solo se interrumpieron temporalmente por la volatilidad observada hacia finales de mes. Asimismo, el exceso de liquidez descendió, dado que la disminución del saldo vivo de las operaciones de mercado abierto solo se vio compensada en parte por una absorción de liquidez ligeramente menor por parte de los factores autónomos.

Con carácter general, los tipos de interés del mercado monetario sin garantías se redujeron entre finales de agosto y principios de diciembre de 2014, y los tipos euríbor a un mes, tres meses, seis meses y doce meses cayeron 5, 8, 9 y 11 puntos básicos, hasta situarse, el 3 de diciembre, en el 0,02 %, el 0,08 %, el 0,18 % y el 0,33 %, respectivamente. Las disminuciones más significativas de estos tipos de interés se registraron tras la reunión del Consejo de Gobierno del 4 de septiembre, en la que se adoptó la decisión de rebajar los tipos de interés oficiales del BCE y de adquirir activos del sector privado no financiero. Después de estas reducciones, los tipos de interés del mercado monetario sin garantías mostraron una volatilidad muy escasa durante el resto del período analizado (véase gráfico 17). El diferencial entre el

**Gráfico 17 Tipos de interés del mercado monetario**

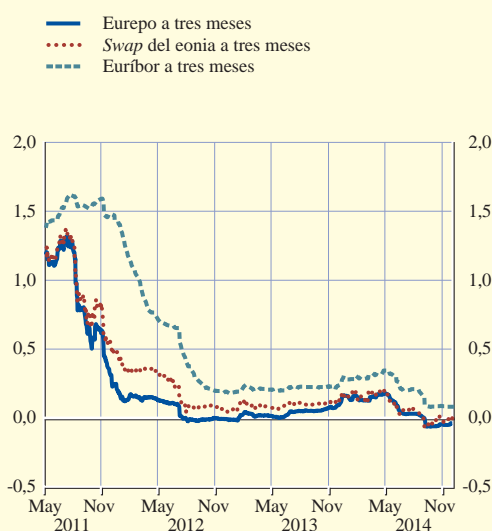
(porcentajes; diferencial en puntos porcentuales; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

**Gráfico 18 Eurepo, euríbor y swap del eonia a tres meses**

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.

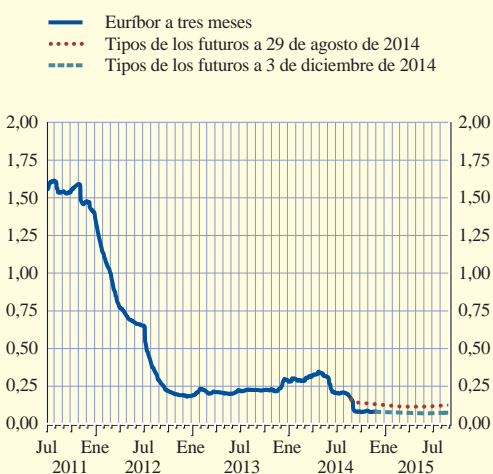
euríbor a doce meses y a un mes, un indicador de la pendiente de la curva de rendimientos del mercado monetario, se estrechó ligeramente durante el período considerado y se situó en torno a 31 puntos básicos el 3 de diciembre.

Los tipos de interés implícitos en los precios de los futuros del euríbor a tres meses con vencimiento en diciembre de 2014 y marzo, junio y septiembre de 2015 también registraron un ligero descenso —de entre 4 y 6 puntos básicos, aproximadamente— con respecto a los niveles observados a finales de agosto y se situaron en torno al 0,08% a todos los plazos el 3 de diciembre (véase gráfico 19). La incertidumbre del mercado, medida por la volatilidad implícita que se obtiene de las opciones a corto plazo sobre los futuros del euríbor a tres meses, disminuyó levemente tras las decisiones del Consejo de Gobierno del 4 de septiembre, pero retornó a los niveles observados a finales de agosto al final del período analizado (véase gráfico 20). El tipo *swap* del eonia a tres meses fue algo negativo durante la mayor parte del período considerado y las caídas más significativas se observaron tras la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre. En octubre se tornó levemente positivo debido a la reducción del exceso de liquidez, pero después pasó a ser de nuevo ligeramente negativo, situándose justo por debajo de cero el 3 de diciembre. Así pues, el diferencial entre el euríbor a tres meses y el *swap* del eonia al mismo plazo se situó en 8 puntos básicos el 3 de diciembre, 8 puntos básicos por debajo del nivel observado antes del 4 de septiembre (véase gráfico 18).

Durante el período analizado, el eonia fluctuó dentro de una banda estrecha en torno a cero, afectado por los niveles existentes de exceso de liquidez. En septiembre y octubre el exceso de liquidez disminuyó, lo que se tradujo en ligeros incrementos del eonia, que se revirtieron cuando el exceso de liquidez empezó a aumentar de nuevo, haciendo que el eonia volviera a ser ligeramente negativo (véase gráfico 21). El eonia registró repuntes hacia finales de mes como consecuencia de la mayor demanda de liquidez.

**Gráfico 19 Tipos de interés a tres meses y tipos de interés de los futuros en la zona del euro**

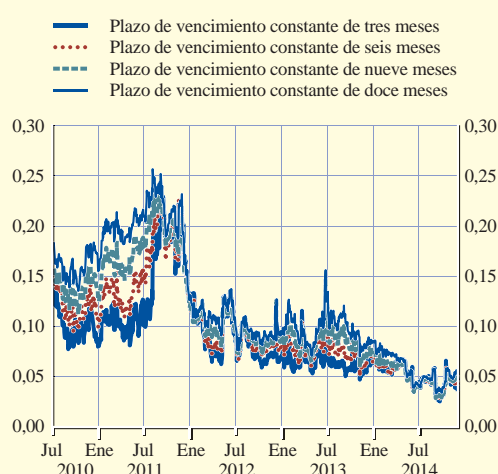
(porcentajes; datos diarios)



Fuente: Thomson Reuters.  
Nota: Futuros a tres meses para entrega al final del trimestre en curso y de los tres siguientes, según cotizaciones de Liffe.

**Gráfico 20 Volatilidad implícita de las opciones sobre futuros del euríbor a tres meses con plazo de vencimiento constante**

(porcentajes; datos diarios)



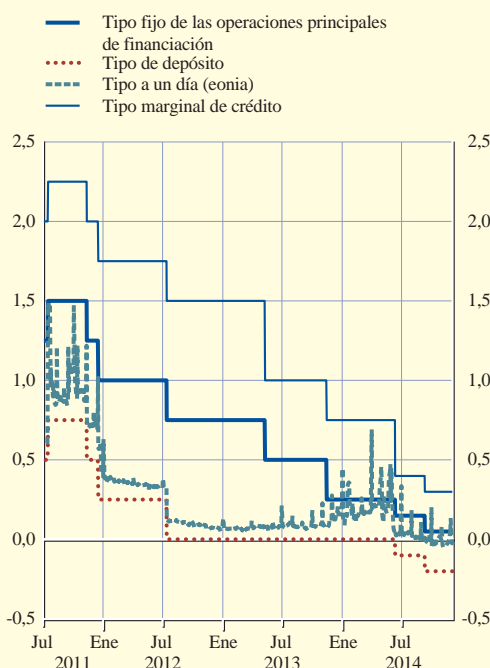
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.  
Notas: La medida se obtiene en dos etapas. En primer lugar, las volatilidades implícitas de las opciones sobre futuros del euríbor a tres meses se transforman expresándolas en términos de precios logarítmicos, en lugar de rentabilidades logarítmicas. En segundo lugar, las volatilidades implícitas resultantes, que tienen una fecha de vencimiento constante, se transforman expresándolas en términos de plazos de vencimiento constantes.

El BCE siguió proporcionando liquidez mediante operaciones de financiación con vencimiento a una semana y tres meses. Todas estas operaciones se llevaron a cabo mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Además, el 18 de septiembre, el BCE ejecutó su primera operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO), en la que se adjudicaron 82,6 mm de euros (véase también el recuadro 2).

El período comprendido entre el comienzo del noveno período de mantenimiento del año (10 de septiembre) y el 3 de diciembre se caracterizó por una disminución del exceso de liquidez, debido fundamentalmente a la reducción del saldo vivo de las operaciones de mercado abierto. La reducción de este saldo obedeció principalmente a que continuó el reembolso anticipado de las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres años, y solo se vio parcialmente compensada por la primera TLTRO y una absorción de liquidez ligeramente menor por parte de los factores autónomos. El exceso de liquidez osciló entre 70,9 mm de euros y 159,1 mm de euros y ascendió a una media de 111,3 mm de euros en el período analizado, frente a los 130,9 mm de euros de los tres períodos de mantenimiento anteriores. El 3 de diciembre, el exceso de liquidez se situó en 115,7 mm de euros. El recurso medio diario a la facilidad de depósito se cifró en 27,7 mm de euros, mientras que los saldos en cuenta corriente por encima de las reservas obligatorias se situaron en 83,8 mm de euros, en promedio, y el recurso medio a la facilidad marginal de crédito, en 0,2 mm de euros. Las entidades de contrapartida han reembolsado voluntariamente hasta ahora 719,8 mm de euros de los 1.018,7 mm de euros obtenidos en las dos OFPML a tres años.

**Gráfico 21 Tipos de interés del BCE y tipo de interés a un día**

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE y Thomson Reuters.

**Recuadro 2**

**SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 13 DE AGOSTO Y EL 11 DE NOVIEMBRE DE 2014**

En este recuadro se describen las operaciones de política monetaria del BCE realizadas durante los períodos de mantenimiento de reservas que finalizaron el 9 de septiembre, el 7 de octubre y el 11 de noviembre de 2014, es decir, el octavo, noveno y décimo períodos de mantenimiento del año.

El 4 de septiembre de 2014, el BCE redujo el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación (OPF) en 10 puntos básicos, situándolo en el 0,05 %, con efectos a partir de la operación liquidada al comienzo del noveno período de mantenimiento (es decir, el 10 de septiembre). Asimismo, los tipos de interés aplicables a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito se



rebajaron en 10 puntos básicos, situándolos en el 0,30 % y en el -0,20 %, respectivamente. Además, en la misma fecha, el Consejo de Gobierno presentó el nuevo programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3) y el programa de adquisición de bonos de titulización de activos (ABSPP). El 2 de octubre de 2014, el BCE aprobó los principales detalles del funcionamiento de los programas, entre ellos que las compras de bonos garantizados comenzarían en la segunda quincena de octubre y las de bonos de titulización en el cuarto trimestre de 2014.

Durante el período analizado, las OPF siguieron ejecutándose mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. El mismo procedimiento continuó utilizándose en las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres meses. El tipo de interés de cada una de estas operaciones se fijó en la media de los tipos de las OPF ejecutadas durante la vigencia de la respectiva OFPML. El 18 de septiembre se realizó la primera de una serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO). Estas operaciones se ejecutan mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena y el tipo de interés se fija a lo largo del período de vigencia de cada operación al tipo aplicable a las OPF en el momento de su ejecución, más un diferencial fijo de 10 puntos básicos.

### Necesidades de liquidez

Durante el período considerado, las necesidades diarias de liquidez agregadas del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos y las exigencias de reservas, ascendieron en promedio a 579,6 mm de euros, lo que representa una reducción de 33,3 mm de euros con respecto a la media diaria del período de referencia anterior (del 14 de mayo al 12 de agosto de 2014)<sup>1</sup>. Los factores autónomos descendieron significativamente —en 34,3 mm de euros—, situándose en una media de 474,1 mm de euros, mientras que las exigencias de reservas aumentaron marginalmente —0,9 mm de euros—, hasta situarse en una media de 105,4 mm de euros (véase cuadro).

La variación registrada en la media de los factores autónomos fue resultado del efecto combinado de las variaciones observadas en diversos componentes individuales. Entre los factores de inyección de liquidez, los activos netos denominados en euros aumentaron en 24,7 mm de euros y se situaron en una media de 532,9 mm de euros, tras haber registrado un ascenso de 30,3 mm de euros en el período anterior. Esto fue consecuencia, entre otras cosas, de la disminución de los depósitos denominados en euros mantenidos en el Eurosistema por instituciones oficiales extranjeras. La introducción de un tipo de interés negativo para la facilidad de depósito y el nuevo recorte de los tipos de interés en septiembre indujo a algunas de estas instituciones a seguir reduciendo sus saldos de efectivo en los bancos centrales del Eurosistema.

Entre los factores de absorción de liquidez, los billetes en circulación se incrementaron en 12,7 mm de euros, hasta situarse en una media de 972,3 mm de euros. El ritmo de aumento se ralentizó en comparación con el anterior período de referencia, reflejo, en parte, de la escasa demanda estacional de billetes tras la temporada turística de verano. Los depósitos de las Administraciones Públicas se redujeron en 29,9 mm de euros, hasta situarse en una media de 73,8 mm de euros. Dado que la introducción de un tipo de interés negativo para la facilidad de depósito también afectó a los depósitos de las Administraciones Públicas mantenidos en el Eurosistema, los Tesoros nacionales intentaron de manera creciente invertir su exceso de liquidez en el mercado a tipos de interés positivos, aunque no siempre lo lograron.

<sup>1</sup> Todas las comparaciones se realizan con respecto al período anterior, salvo que se indique lo contrario.

**Situación de liquidez del Eurosistema**

	13 ago. a 11 nov.	14 mayo a 12 ago.	Décimo período de mantenimiento	Noveno período de mantenimiento	Octavo período de mantenimiento				
<b>Pasivo – Necesidades de liquidez (medias; mm de euros)</b>									
<b>Factores autónomos de liquidez</b>	<b>1.561,4</b>	<b>(+3,2)</b>	<b>1.558,2</b>	<b>1.577,2</b>	<b>(+17,1)</b>	<b>1.560,1</b>	<b>(+17,2)</b>	<b>1.542,9</b>	<b>(-17,3)</b>
Billetes en circulación	972,3	(+12,7)	959,6	973,6	(+2,3)	971,3	(-0,5)	971,8	(+4,1)
Depósitos de las AAPP	73,8	(-29,9)	103,7	76,1	(-2,3)	78,4	(+12,2)	66,2	(-26,2)
Otros factores autónomos	515,3	(+20,4)	494,9	527,5	(+17,2)	510,4	(+5,5)	504,9	(+4,8)
<b>Instrumentos de política monetaria</b>									
Cuentas corrientes	196,3	(-9,6)	205,9	188,3	(-4,4)	192,6	(-17,5)	210,1	(-0,1)
Exigencias de reservas mínimas	105,4	(+0,9)	104,5	105,7	(+0,4)	105,3	(+0,1)	105,2	(+1,5)
Facilidad de depósito	27,1	(+1,6)	25,5	31,0	(+6,7)	24,3	(-1,0)	25,2	(+0,6)
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0	(-47,1)	47,1	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
<b>Activo – Oferta de liquidez (medias; mm de euros)</b>									
<b>Factores autónomos de liquidez</b>	<b>1.087,5</b>	<b>(+37,4)</b>	<b>1.050,2</b>	<b>1.095,4</b>	<b>(+10,1)</b>	<b>1.085,3</b>	<b>(+5,4)</b>	<b>1.079,9</b>	<b>(+8,3)</b>
Activos exteriores netos	554,6	(+12,7)	541,9	562,0	(+9,9)	552,1	(+4,3)	547,8	(+0,2)
Activos netos denominados en euros	532,9	(+24,7)	508,2	533,5	(+0,3)	533,2	(+1,2)	532,0	(+8,1)
<b>Instrumentos de política monetaria</b>									
Operaciones de mercado abierto	697,4	(-42,2)	739,6	701,1	(+9,3)	691,8	(-6,6)	698,4	(-25,1)
Operaciones de subasta	502,7	(-28,4)	531,1	507,7	(+10,5)	497,1	(-4,9)	502,1	(-19,2)
OPF	102,3	(-18,6)	121,0	95,2	(-3,7)	98,9	(-15,8)	114,7	(+8,1)
Operaciones de financiación con plazo especial	0,0	(-13,0)	13,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
OPFPL a tres meses	25,8	(-7,6)	33,4	26,3	(+1,6)	24,7	(-1,7)	26,4	(-5,7)
OPFPL a tres años	330,1	(-80,8)	410,8	303,6	(-28,6)	332,2	(-28,8)	361,0	(-21,6)
OPFPL con objetivo específico (TLTRO)	44,5	(+44,5)	0,0	82,6	(+41,3)	41,3	(+41,3)	0,0	(+0,0)
Carteras en firme	194,7	(-13,8)	208,5	193,4	(-1,3)	194,7	(-1,7)	196,3	(-5,8)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	31,9	(-3,1)	35,0	30,9	(-1,3)	32,2	(-0,7)	32,9	(-0,5)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	13,6	(-0,5)	14,1	13,4	(-0,3)	13,6	(-0,2)	13,8	(-0,1)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	1,1	(+1,1)	0,0	2,8	(+2,8)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
Programa para los mercados de valores	148,1	(-11,3)	159,4	146,3	(-2,5)	148,8	(-0,8)	149,6	(-5,2)
Programa de adquisición de ABS	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
Facilidad marginal de crédito	0,2	(+0,0)	0,2	0,3	(+0,1)	0,2	(+0,0)	0,2	(-0,1)
<b>Otra información relativa a la liquidez (medias; mm de euros)</b>									
Necesidades de liquidez agregadas	579,6	(-33,3)	612,9	587,7	(+7,2)	580,5	(+12,0)	568,5	(-25,4)
Factores autónomos	474,1	(-34,3)	508,3	482,0	(+6,9)	475,1	(+11,9)	463,2	(-25,7)
Exceso de liquidez	117,8	(-9,0)	126,8	113,3	(+1,9)	111,4	(-18,6)	130,0	(+0,4)
Reembolso de OPFPL a tres años <sup>1)</sup>	75,2	(-10,0)	85,2	23,5	(-16,4)	39,9	(+28,0)	11,9	(-23,6)
<b>Evolución de los tipos de interés (porcentajes)</b>									
OPF	0,08	(-0,10)	0,18	0,05	(+0,00)	0,05	(-0,10)	0,15	(+0,00)
Facilidad marginal de crédito	0,33	(-0,18)	0,51	0,30	(+0,00)	0,30	(-0,10)	0,40	(+0,00)
Facilidad de depósito	-0,17	(-0,10)	-0,07	-0,20	(+0,00)	-0,20	(-0,10)	-0,10	(+0,00)
Eonia medio	0,002	(-0,099)	0,101	-0,003	(+0,002)	-0,005	(-0,021)	0,016	(-0,022)

Fuente: BCE.

Nota: Dado que todas las cifras del cuadro están redondeadas, en algunos casos la cifra indicada como variación con respecto al período anterior no representa la diferencia entre las cifras redondeadas presentadas para los dos períodos (con una discrepancia de 0,1 mm de euros).

1) En el caso de los reembolsos de las OPFPL a tres años se utiliza la suma en mm de euros en lugar de la media.

La volatilidad de los factores autónomos disminuyó ligeramente, aunque desde niveles relativamente elevados. Las estimaciones semanales, publicadas con el anuncio de las OPF, oscilaron entre 451,7 mm de euros y 500,9 mm de euros, en comparación con un rango de entre 451,7 mm de euros y 532,1 mm de euros en el período anterior. Esta volatilidad se debió fundamentalmente a las fluctuaciones de otros factores autónomos y de los depósitos de las Administraciones Públicas. La tradicional volatilidad de estos últimos, derivada de los ciclos impositivos, se acrecentó por los citados intentos de los Tesoros

y de los clientes de los servicios de gestión de reservas del Eurosistema de invertir una parte mayor de sus tenencias en el mercado.

Las previsiones semanales sobre los factores autónomos mostraron un error absoluto medio de 4,8 mm de euros, lo que representa un descenso con respecto a un error absoluto medio de 6,7 mm de euros en el período de análisis anterior. Aunque el error medio de predicción se redujo, el rango de errores de las previsiones semanales aumentó, oscilando entre -6,6 mm de euros y 16,2 mm de euros. Tanto la disminución del error absoluto medio como el incremento del rango pueden atribuirse, principalmente, a las previsiones relativas a los depósitos de las Administraciones Públicas, que mostraron un error absoluto medio de 4,9 mm de euros. Aunque la precisión de las previsiones sobre estos depósitos se incrementó en promedio, siguió siendo difícil anticipar las inversiones de los Tesoros en un entorno en el que los tipos de interés del mercado monetario a corto plazo fueron negativos a menudo, especialmente después de que el BCE volviera a reducir los tipos de interés en septiembre. Otros factores autónomos también contribuyeron, registrando un error absoluto medio de 3 mm de euros<sup>2</sup>.

### **Inyección de liquidez**

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto se redujo en 42,2 mm de euros y se situó en 697,4 mm de euros durante el período de referencia. Esta reducción fue consecuencia del efecto combinado del reembolso de la liquidez obtenida en las OFPML a tres años y del descenso de los fondos obtenidos, en promedio, en las OPF, que se vio parcialmente compensado por la inyección de liquidez proporcionada a través de la primera TLTRO. La liquidez media inyectada a través de las operaciones de subasta ascendió a 502,7 mm de euros, lo que supone un descenso de 28,4 mm de euros en comparación con el período de referencia anterior.

La liquidez media inyectada a través de las OPF semanales se redujo en 18,6 mm de euros, hasta situarse en 102,3 mm de euros, dado que algunas entidades de contrapartida recurrieron a las TLTRO en lugar de a las OPF para obtener parte de su financiación. El importe adjudicado semanalmente mantuvo su volatilidad y fluctuó entre un máximo de 131,8 mm de euros el 26 de agosto y un mínimo de 82,5 mm de euros el 14 de octubre, ya que las entidades de crédito ajustaron su demanda en consonancia con la evolución de las condiciones de liquidez y con la situación del mercado monetario.

Los reembolsos de las OFPML a tres años continuaron a un ritmo medio de 5,8 mm de euros semanales, algo menos que en el período anterior (6,3 mm de euros). Al final del período analizado, los reembolsos totales habían alcanzado los 697 mm de euros, lo que representa el 70 % del volumen total prestado y el 133 % de la inyección neta inicial de liquidez. El volumen de los reembolsos semanales continuó fluctuando, con una liquidación máxima de 19,9 mm de euros el 24 de septiembre, ya que algunas entidades de contrapartida recurrieron a la primera TLTRO para obtener financiación.

Las carteras en firme se redujeron, en promedio, en 13,8 mm de euros, principalmente como consecuencia del vencimiento de la deuda pública de la cartera del programa para los mercados de valores. Las compras de bonos garantizados en el marco del programa CBPP3 comenzaron el 20 de octubre, es decir, hacia el final del período de referencia. En promedio, durante este período, las compras de

2 Los errores medios de predicción de cada uno de los componentes de los factores autónomos no se sumarán al error medio de predicción correspondiente al total de los factores autónomos, ya que algunos de estos factores quedarán excluidos, por ejemplo, las variaciones de los componentes relacionados con la revalorización del balance al final del trimestre.

bonos garantizados proporcionaron liquidez por valor de 1,1 mm de euros y el importe liquidado en el contexto del CBPP3 al final del período considerado se situó en 7,4 mm de euros.

### Exceso de liquidez

El exceso de liquidez se redujo en 9 mm de euros y se situó, en promedio, en 117,8 mm de euros en el período analizado, frente a los 126,8 mm de euros registrados en el período de referencia anterior. Los saldos diarios en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas disminuyeron en 10,5 mm de euros y se situaron, en promedio, en 90,9 mm de euros, mientras que el recurso medio a la facilidad de depósito aumentó en 1,6 mm de euros, hasta situarse en 27,1 mm de euros. Después de descender ininterrumpidamente desde principios de 2013, el exceso de liquidez ha fluctuado en torno a un nivel de unos 120 mm de euros desde marzo de 2014. En el noveno período de mantenimiento de 2014, el exceso de liquidez cayó algo menos, situándose, en promedio, en 111,4 mm de euros, el nivel más bajo observado desde la liquidación, a finales de 2011, de la primera OFPML a tres años. El exceso de liquidez osciló de forma bastante significativa, en particular en el noveno período de mantenimiento, principalmente como consecuencia de la volatilidad de los factores autónomos y de las fluctuaciones de los importes adjudicados en las OPF. En el noveno período, el mínimo registrado en los depósitos de las Administraciones Públicas coincidió con los abundantes fondos obtenidos en la OPF, lo que estuvo relacionado con el final del trimestre y se tradujo en que el exceso de liquidez alcanzara un máximo de 159 mm de euros. En ocasiones, el exceso de liquidez descendió transitoriamente hasta situarse por debajo de 100 mm de euros, registrándose un mínimo de 77 mm de euros el 23 de septiembre.

En cuanto a la distribución del exceso de liquidez, durante el período de referencia, las entidades de contrapartida mantuvieron, en promedio, el 23 % de su exceso de liquidez en la facilidad de depósito y el 77 % restante en forma de exceso de reservas. Dado que al exceso de reservas (es decir, los saldos medios en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas mínimas) también se le carga el tipo de interés negativo aplicado a la facilidad de depósito desde junio, a las entidades de contrapartida debería resultarles indiferente dónde colocar el exceso de liquidez. No obstante, para algunas entidades de contrapartida, determinados aspectos técnicos y operativos pueden hacer que sea más conveniente mantener el exceso de reservas en cuentas corrientes, mientras que otras entidades prefieren la facilidad de depósito por razones operativas o regulatorias. A lo largo del período de referencia, la proporción del exceso de liquidez mantenida en la facilidad de depósito se incrementó del 19 % al 27 %, como consecuencia del mayor recurso efectuado, en promedio, a la facilidad de depósito, y a la reducción de los saldos en cuenta corriente.

### Evolución de los tipos de interés

El eonia se situó, en promedio, en 1,6 puntos básicos en el octavo período de mantenimiento, antes de la reducción de los tipos de interés del BCE con efectos a partir del 10 de septiembre, frente a los 10,1 puntos básicos de los tres períodos de mantenimiento anteriores. El eonia fluctuó entre un máximo de 10,1 puntos básicos el 13 de agosto y un mínimo de -0,4 puntos básicos el 28 de agosto, reflejando las fluctuaciones del exceso de liquidez. Tras el recorte de los tipos de interés aplicables a las OPF, a la facilidad de depósito y a la facilidad marginal de crédito, el eonia registró un valor medio negativo por primera vez en el noveno y décimo períodos de mantenimiento (-0,5 puntos básicos y -0,3 puntos básicos, respectivamente), registrando un nuevo mínimo de -4,5 puntos básicos el 3 de octubre. La volatilidad fue muy limitada: salvo por los repuntes observados a final de mes, el eonia permaneció dentro de una banda relativamente estrecha, fluctuando entre 2,2 puntos básicos el 24 de septiembre y -4,5 puntos básicos el 3 de octubre.

## 2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

*Entre finales de agosto y principios de diciembre de 2014, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro experimentó un descenso, tras la publicación de algunos datos económicos desfavorables para la zona del euro y la incertidumbre general en los mercados acerca de las perspectivas de crecimiento mundial. El rendimiento de la deuda pública a largo plazo de Estados Unidos y de Japón disminuyó en menor medida, en un entorno de cierta volatilidad. El rendimiento de la deuda pública a largo plazo de los países de la zona del euro en dificultades aumentó hacia mediados de octubre, reflejo de la incertidumbre acerca de las perspectivas de crecimiento mundial y la información específica de cada país, pero este incremento se revirtió posteriormente en la mayoría de los países. La incertidumbre de los inversores sobre la evolución a corto plazo del mercado de renta fija fluctuó significativamente durante el período analizado y resultó en un ligero descenso en la zona del euro y en un aumento en Estados Unidos y en Japón.*

Entre finales de agosto y el 3 de diciembre de 2014, el rendimiento de la deuda pública a diez años con calificación AAA de la zona del euro retrocedió unos 16 puntos básicos, hasta el 0,9 % (véase gráfico 22). Durante el mismo período, el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos y de Japón disminuyó en menor medida, situándose en torno al 2,3 % y al 0,4 %, respectivamente, el 3 de diciembre. El rendimiento de la deuda pública a más corto plazo con calificación AAA de la zona del euro se mantuvo prácticamente sin variación en niveles ligeramente negativos y, en consecuencia, la pendiente de la curva de tipos, medida por la diferencia entre el rendimiento de los bonos a diez y dos años, se redujo alrededor de 15 puntos básicos en el período considerado.

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro aumentó levemente en la primera parte de septiembre. Este aumento se revirtió inmediatamente tras la publicación de algunos datos económicos desfavorables para la zona del euro, y durante el resto del período el rendimiento de esta deuda mostró una tendencia ligeramente a la baja. Las disminuciones más acusadas del rendimiento de esta deuda pública se produjeron hacia mediados de octubre, tras la publicación de más datos económicos desfavorables para la zona del euro y de información específica de cada país, y como consecuencia de la preocupación general de los mercados acerca del crecimiento mundial. En cambio, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo de los países de la zona del euro en dificultades se incrementó tras estos acontecimientos, pero este incremento se había revertido en la mayoría de los países afectados al final del período analizado.

En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó en la primera parte del período considerado tras la mejora general de los datos económicos y expectativas de los mercados de un ritmo de endurecimiento de la política monetaria más rápido en Estados Unidos. Posteriormente, el rendimiento de esta deuda disminuyó entre mediados de septiembre y mediados de octubre, registrándose las reducciones más acusadas a mediados de octubre. Estas disminuciones se produjeron en un entorno de preocupación en los mercados acerca del crecimiento mundial y de expectativas de los mercados de un ritmo de endurecimiento de la política monetaria más lento. Hacia el final del período analizado, el rendimiento de la deuda a largo plazo de Estados Unidos comenzó a repuntar de nuevo tras la publicación de algunos datos económicos positivos en el país, terminando por tanto el período en niveles solo ligeramente por debajo de los registrados a finales de agosto. Las decisiones adoptadas por el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal, primero seguir reduciendo el ritmo de compras de activos en 10 mm de dólares en septiembre y después concluir sus adquisiciones de activos en octubre, eran esperadas por el mercado y no tuvieron un efecto significativo en el rendimiento de la deuda a

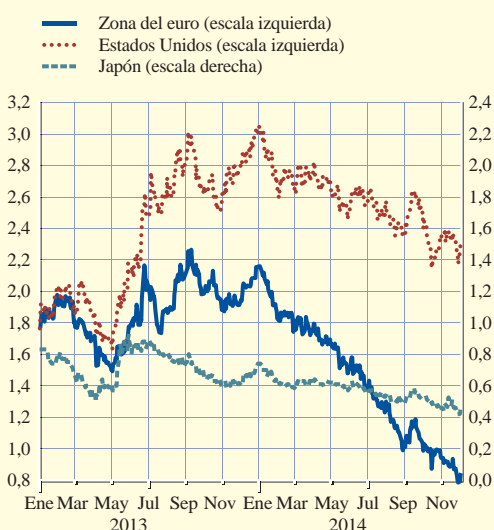
largo plazo de Estados Unidos. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo cayó ligeramente en el período analizado. La decisión adoptada por el Banco de Japón el 31 de octubre de reforzar considerablemente su relajación monetaria solo tuvo un leve impacto a la baja en los rendimientos a largo plazo en Japón, aun cuando la mayoría de los participantes en los mercados consideraron esperada esta decisión.

La incertidumbre de los inversores sobre la evolución a corto plazo del mercado de renta fija, medida por la volatilidad implícita obtenida de las opciones sobre bonos a corto plazo, experimentó considerables fluctuaciones durante el período analizado, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, y se intensificó en mayor medida hacia mediados de octubre, como consecuencia de la citada preocupación de los mercados acerca del crecimiento mundial (véase gráfico 23). No obstante, en conjunto, a principios de diciembre la volatilidad implícita de los mercados de renta fija de la zona del euro se encontraba en un nivel inferior al alcanzado a finales de agosto y se situaba en torno al 3,9%. En cambio, la volatilidad implícita en Estados Unidos terminó el período analizado en un nivel más elevado, situándose alrededor del 4,9% el 3 de diciembre. La volatilidad implícita también se incrementó en Japón, registrándose aumentos hacia finales de octubre, cuando el Banco de Japón anunció un reforzamiento considerable de su relajación monetaria, y de nuevo tras la publicación de cifras del PIB real negativas para la tercer trimestre de 2014.

El rendimiento real de los bonos de la zona del euro, medido por el rendimiento de la deuda pública indexada a la inflación, aumentó durante el período considerado. El rendimiento real de los bonos a

**Gráfico 22 Rendimiento de la deuda pública a largo plazo**

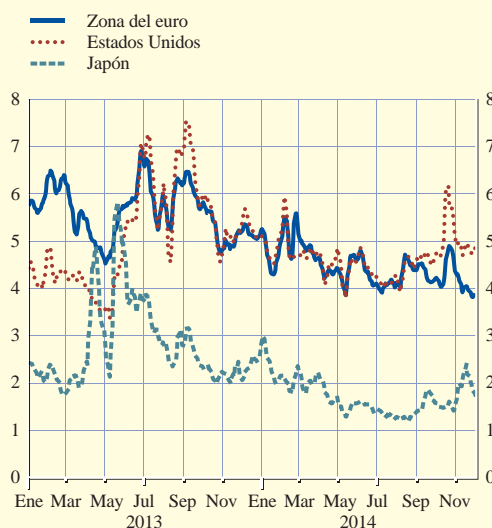
(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: EuroMTS, BCE, Bloomberg y Thomson Reuters.  
Notas: El rendimiento de la deuda pública a largo plazo se refiere a los bonos a diez años o con vencimiento más próximo a este plazo. El rendimiento de la deuda pública de la zona del euro se basa en datos del BCE sobre deuda con calificación AAA, que actualmente incluyen bonos de Alemania, Austria, Finlandia y Países Bajos.

**Gráfico 23 Volatilidad implícita de los mercados de deuda pública**

(porcentajes; datos diarios de medias móviles de cinco días)



Fuente: Bloomberg.  
Notas: La volatilidad implícita de los mercados de renta fija es una medida de la incertidumbre acerca de la evolución a corto plazo (hasta tres meses) de los precios de la deuda pública a diez años de Alemania y de Estados Unidos. Se basa en los valores de mercado de los correspondientes contratos de opciones negociados. Bloomberg utiliza la volatilidad implícita de los precios de ejercicio de opciones de compra y venta «en el dinero» (o próximas a esta situación), utilizando futuros que vencen en el mes siguiente.

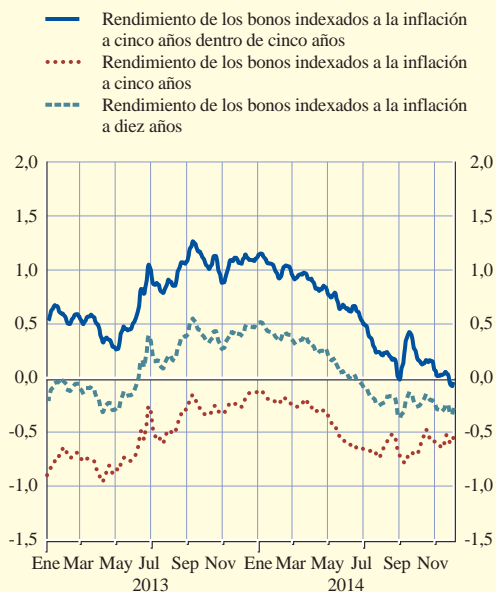


cinco y a diez años se incrementó en torno al 0,12% y el 0,03%, hasta situarse alrededor del -0,55% y el -0,29%, respectivamente. El tipo de interés real a largo plazo se elevó en los primeros días de septiembre, siendo reflejo de la leve subida de los tipos de interés nominales a largo plazo. Posteriormente, esta subida se revirtió, con el resultado de que, en el conjunto del período, el tipo de interés real a largo plazo disminuyó en torno a un 0,05% hasta situarse en el -0,04%, aproximadamente (véase gráfico 24).

Los indicadores de los mercados financieros de las expectativas de inflación a largo plazo, calculadas como el diferencial entre los bonos nominales y los bonos indexados a la inflación, retrocedieron en el período analizado. El 3 de diciembre, la tasa de inflación implícita a cinco años se situó en torno al 0,7% y la tasa de inflación implícita a diez años, en torno al 1,2%. La tasa de inflación implícita a cinco años dentro de cinco años también se redujo ligeramente durante el período considerado y se situó alrededor del 1,7% el 3 de diciembre (véase gráfico 25). Las tasas de inflación implícitas a largo plazo, que son menos volátiles, calculadas a partir de los *swap* de inflación, también disminuyeron y se situaron en torno al 1,8% al final del período. En la actualidad, los participantes en los mercados consideran que el riesgo de una tasa de inflación superior al 2% es relativamente bajo y, en consecuencia, el precio de mercado del riesgo de inflación, incluido en los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo, es muy reducido en términos históricos. Además, el reciente aumento de la oferta de bonos indexados a la inflación de la zona del euro ha contribuido a la presión a la baja sobre los indicadores de mercado de las expectativas de inflación. Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación para el horizonte de seis a diez años apuntan actualmente a una tasa de inflación del 1,9%.

**Gráfico 24 Rendimiento de los bonos cupón cero indexados a la inflación en la zona del euro**

(porcentajes; datos diarios de medias móviles de cinco días; datos desestacionalizados)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.  
Nota: Los tipos reales se calculan como la media ponderada por el PIB de los tipos reales de Francia y de Alemania, estimados por separado.

**Gráfico 25 Tasas de inflación implícitas en los bonos cupón cero de la zona del euro y tipos *swap* de inflación**

(porcentajes; datos diarios de medias móviles de cinco días; datos desestacionalizados)



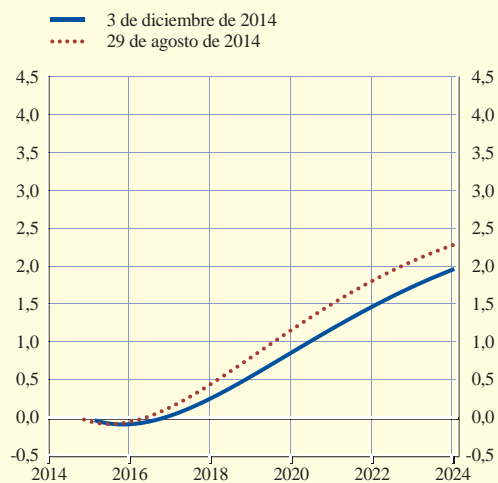
Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.  
Nota: Las tasas de inflación implícitas se calculan como la media ponderada por el PIB de las tasas de inflación implícitas de Francia y de Alemania, estimadas por separado.

Entre finales de agosto y el 3 de diciembre, la curva de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro se mantuvo básicamente sin variación en los plazos cortos, mientras que se desplazó a la baja en los plazos medios y largos (véase gráfico 26). En concreto, los tipos *forward* implícitos a alrededor de diez años se redujeron en torno a 25 puntos básicos, con el resultado de que la curva de tipos *forward* se aplanó notablemente durante el período.

El 3 de diciembre, los diferenciales de rendimiento de los bonos de las sociedades no financieras (en comparación con el índice Merrill Lynch EMU de deuda pública con calificación AAA) se estrecharon con respecto a los niveles registrados a finales de agosto para los bonos de elevada calificación crediticia, mientras que permanecieron básicamente sin variación en el caso de los bonos de calificación más baja. Los diferenciales de rendimiento de los valores emitidos por instituciones financieras también disminuyeron para los bonos de elevada calificación crediticia, mientras que prácticamente no se modificaron en el caso de los bonos de calificación más baja. Los diferenciales de rendimiento de los bonos de las sociedades no financieras y de las instituciones financieras con calificación más baja mostraron cierta volatilidad durante el período, registrándose los aumentos más significativos hacia mediados de octubre.

**Gráfico 26** Curvas de tipos *forward* implícitos a un día de la zona del euro

(porcentajes; datos diarios)



Fuentes: BCE, EuroMTS (datos) y Fitch Ratings (calificaciones crediticias).

Notas: La curva de tipos *forward* implícitos, que se obtiene a partir de la estructura temporal de los tipos de interés de mercado, refleja las expectativas del mercado sobre los niveles de los tipos de interés a corto plazo en el futuro. El método utilizado para calcular las citadas curvas se explica en la sección «Euro area yield curve», del sitio web del BCE. Los datos utilizados para la estimación son los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro con calificación crediticia AAA.

## 2.5 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

*Entre finales de agosto y principios de diciembre de 2014, las cotizaciones bursátiles experimentaron cierta volatilidad, influidas por la publicación de datos ligeramente dispares en las distintas áreas económicas consideradas y por la incertidumbre general en los mercados acerca del crecimiento mundial. Las cotizaciones de la zona del euro aumentaron, en general, como consecuencia de la recuperación observada en la última parte del período analizado. Las cotizaciones bursátiles de Estados Unidos también registraron ganancias netas, respaldadas por la publicación de datos económicos positivos en el país. En Japón, las cotizaciones aumentaron de forma pronunciada tras la decisión del Banco de Japón de reforzar considerablemente su relajación monetaria.*

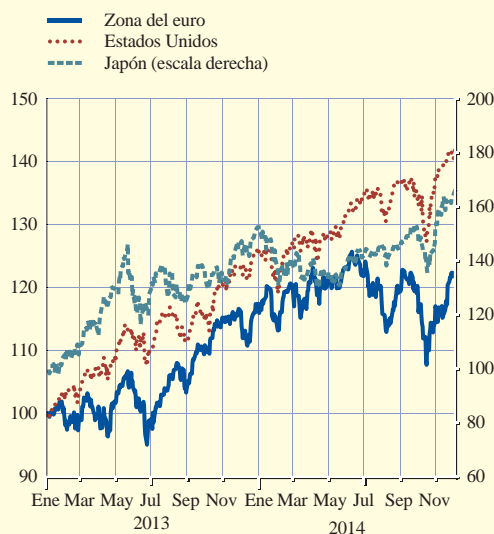
Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro, medidas por el índice Dow Jones EURO STOXX amplio, registraron una subida de alrededor del 3 % entre finales de agosto y el 3 de diciembre. Las cotizaciones de Estados Unidos, medidas por el índice Standard & Poor's 500, se incrementaron en torno al 4 %, mientras que las cotizaciones bursátiles de Japón, medidas por el índice Nikkei 225, experimentaron un alza significativa del 15 %, aproximadamente (véase gráfico 27).

La evolución de los mercados bursátiles de la zona del euro se caracterizó por dos fases diferentes. Las cotizaciones de la zona mostraron una prolongada tendencia a la baja desde principios de septiembre. Los descensos más acusados se produjeron en torno a mediados de octubre, en un contexto de publicación de datos económicos decepcionantes para la zona del euro, de información específica de cada país, y de preocupación general en los mercados acerca del crecimiento mundial, y las cotizaciones bursátiles de la zona se situaron en el nivel más bajo observado desde septiembre de 2013. Posteriormente, en un entorno de disminución de la incertidumbre en los mercados financieros, los precios de las acciones se incrementaron hasta situarse en cotas muy superiores a las de finales de agosto.

La evolución de las cotizaciones bursátiles de los distintos sectores económicos de la zona del euro fue dispar durante el período analizado (véase cuadro 6), correspondiendo los incrementos más pronunciados a los sectores de telecomunicaciones y de bienes de consumo. En cambio, el sector de petróleo y gas, así como el de sanidad, experimentaron los descensos más acusados. Después de que el BCE publicara los resultados de la evaluación global el 26 de octubre, las cotizaciones del sector financiero inicialmente retrocedieron, observándose caídas considerables a nivel de entidades. En los días posteriores a la publicación de los resultados, la mayor parte de estas caídas se revirtieron,

Gráfico 27 Índices bursátiles

(índice: 1 de enero de 2013 = 100; datos diarios)



Fuente: Thomson Reuters.

Nota: Índice Dow Jones EURO STOXX amplio para la zona del euro, Standard & Poor's 500 para Estados Unidos y Nikkei 225 para Japón.

Cuadro 6 Variación de los precios del índice Dow Jones EURO STOXX, por sectores económicos

(porcentajes de los precios a fin de período)

	EURO STOXX	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Sanidad	Industrial	Tecnología	Telecomunicaciones	Agua, gas, electric.
<b>Participación del sector en la capitalización bursátil (datos a fin de período)</b>	100,0	9,7	6,9	16,9	5,8	23,9	5,5	14,9	5,2	4,9	6,3
<b>Variación de los precios (datos a fin de período)</b>											
III 2013	10,1	4,7	8,2	6,5	7,3	18,9	-4,5	12,0	14,4	16,8	9,6
IV 2013	7,3	9,5	7,1	3,4	0,9	12,5	6,0	7,5	7,2	6,8	4,3
I 2014	10,4	8,2	9,4	5,3	6,1	18,1	4,5	9,5	6,3	10,0	18,2
II 2014	0,9	3,6	-2,0	2,6	9,1	-3,6	2,8	-0,9	-1,5	6,7	4,6
III 2014	-1,3	-3,4	-3,3	-5,6	-5,0	2,3	12,0	-4,7	4,8	-2,5	-0,3
Oct 2014	-3,1	-1,0	-5,4	-2,2	-5,8	-5,2	4,0	-7,4	-0,3	5,1	1,2
Nov 2014	0,8	1,7	3,9	4,2	-15,4	-1,7	6,9	-3,2	9,3	10,1	5,9
29 ago. 2014-3 dic. 2014	2,7	4,1	5,7	6,8	-12,2	1,7	-0,2	1,9	3,2	13,3	2,4

Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

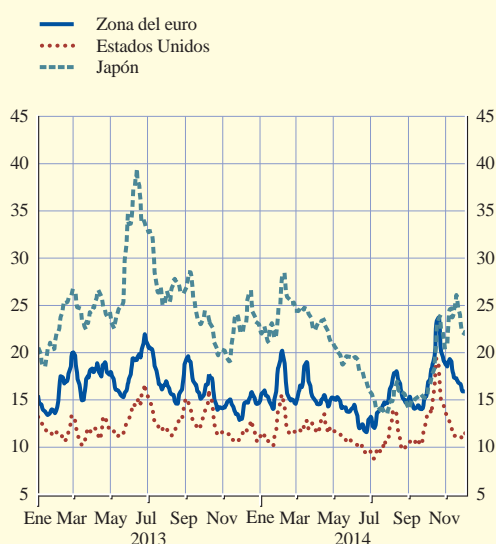
aunque, en conjunto, las cotizaciones de este sector se redujeron ligeramente durante el período de referencia.

Las cotizaciones bursátiles de Estados Unidos descendieron durante la primera parte del período analizado. Al igual que en la zona del euro, las mayores caídas se registraron hacia mediados de octubre, tras la publicación de algunos datos económicos dispares y en un contexto de preocupación general en los mercados acerca del crecimiento mundial. En la última parte del período analizado, las cotizaciones de Estados Unidos experimentaron una fuerte recuperación, y terminaron el período en niveles muy superiores a los de finales de agosto. Este aumento se produjo a raíz de la mejora general de los datos económicos publicados, como datos positivos sobre el crecimiento del PIB real y las condiciones del mercado de trabajo en este país. La evolución de las cotizaciones bursátiles de la mayor parte de los sectores de Estados Unidos fue positiva, y los mayores avances correspondieron a los sectores de sanidad y de agua, gas y electricidad. Los descensos más pronunciados se observaron en los sectores de petróleo y gas y de telecomunicaciones.

Las cotizaciones bursátiles de Japón registraron los mayores avances de las tres áreas económicas durante el período de referencia, con una subida de alrededor del 15%. En consonancia con la evolución observada en la zona del euro y en Estados Unidos, las cotizaciones bursátiles de Japón descendieron en octubre debido a la preocupación acerca del crecimiento mundial. Posteriormente se recuperaron considerablemente, tras la decisión adoptada el 31 de octubre por el Banco de Japón de reforzar considerablemente

**Gráfico 28** Volatilidad implícita de los mercados de renta variable

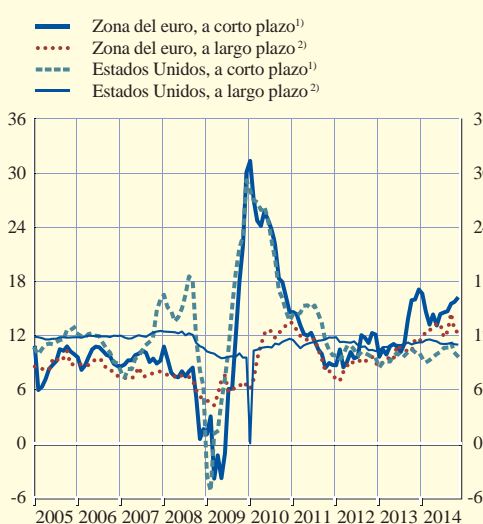
(porcentajes; datos diarios de medias móviles de cinco días)



Fuente: Bloomberg.  
Notas: La serie de volatilidad implícita representa la desviación típica esperada de las tasas de variación de las cotizaciones bursátiles en un período de hasta tres meses, implícitas en los precios de las opciones sobre índices de Bolsa. Los índices bursátiles a los que se refieren las volatilidades implícitas son el Dow Jones EURO STOXX 50 para la zona del euro, el Standard & Poor's 500 para Estados Unidos y el Nikkei 225 para Japón.

**Gráfico 29** Crecimiento esperado de los beneficios empresariales por acción en Estados Unidos y en la zona del euro

(porcentajes; datos mensuales)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.  
Notas: Crecimiento esperado de los beneficios de las empresas del índice Dow Jones EURO STOXX para la zona del euro y del índice Standard & Poor's 500 para Estados Unidos.  
1) «A corto plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios en los próximos doce meses (tasas de crecimiento interanual).  
2) «A largo plazo» se refiere a las expectativas de los analistas respecto a los beneficios en los próximos tres a cinco años (tasas de crecimiento interanual).

su relajación monetaria. Hacia el final del período considerado, las cotizaciones bursátiles de Japón experimentaron una caída transitoria a raíz de la publicación de datos negativos sobre el crecimiento del PIB real en el tercer trimestre de 2014 y el anuncio de convocatoria de elecciones generales, pero se recuperaron con rapidez y concluyeron el período analizado en niveles sustancialmente superiores a los de finales de agosto.

La incertidumbre de los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, aumentó en la zona del euro, Estados Unidos y Japón. En la zona del euro y Estados Unidos, la incertidumbre repuntó en torno a mediados de octubre tras los acusados descensos de las cotizaciones bursátiles a ambos lados del Atlántico, y reflejó la mayor incertidumbre en los mercados acerca del crecimiento mundial. Posteriormente, este incremento se revirtió hasta cierto punto, pero pese a esta reversión, la incertidumbre en los mercados bursátiles de estas dos áreas económicas se intensificó durante el período de referencia en su conjunto, situándose alrededor del 16 % y el 11 %, respectivamente, el 3 de diciembre (véase gráfico 28). En Japón, la incertidumbre de los mercados bursátiles también repuntó hacia mediados de octubre pero, a diferencia de la evolución observada en la zona del euro y en Estados Unidos, continuó aumentando, concluyendo el período analizado en un nivel sustancialmente más elevado, el 22 %.

Los datos disponibles sobre beneficios de las empresas de los sectores financiero y no financiero de la zona del euro que integran el índice Dow Jones EURO STOXX muestran que los beneficios reales, calculados para los doce meses anteriores, pasaron de registrar un descenso de alrededor del 3 % a finales de agosto a experimentar un avance de aproximadamente el 2 % para finales de noviembre de 2014. En noviembre, los participantes en el mercado esperaban que el beneficio por acción se incrementara un 16 % en los próximos doce meses, así como que el crecimiento a largo plazo (cinco años) del beneficio por acción se situara en torno al 12 % anual (véase gráfico 29).

## 2.6 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS

*Entre julio y octubre de 2014, el coste real de la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro se redujo ligeramente, como consecuencia del descenso del coste real tanto de las acciones como de los préstamos bancarios a corto plazo, que compensó con creces el incremento del coste real de los valores de renta fija y de los préstamos bancarios a largo plazo. En el tercer trimestre de 2014, los criterios de aprobación del crédito a las sociedades no financieras se relajaron, en términos netos, por segunda vez desde el segundo trimestre de 2007. Se estima que el flujo total de financiación externa hacia este sector se ha estabilizado en el otoño, aunque sigue siendo débil. Esta debilidad refleja la disminución tanto de las amortizaciones netas de préstamos de las IFM a las sociedades no financieras como de la emisión neta de valores por parte de las empresas.*

### CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

Entre julio y octubre de 2014, el coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro, calculado mediante la ponderación del coste de distintas fuentes de financiación a partir de los respectivos saldos vivos, corregidos de efectos de valoración, se redujo ligeramente, 4 puntos básicos, y se situó en el 3,5 % en octubre de 2014 (véase gráfico 30). La evolución del índice general reflejó un descenso de 12 puntos básicos del coste real de las acciones y de 8 puntos básicos de los tipos de interés de los préstamos bancarios a corto plazo. Tanto el coste real de los valores de renta fija como los tipos de los préstamos bancarios a largo plazo se incrementaron 12 y 11 puntos básicos,

respectivamente. Los datos disponibles para noviembre de 2014 sugieren que el coste real de las acciones y el de los valores de renta fija disminuyeron.

Examinando con más detalle los componentes de la financiación externa, se observa que en el período comprendido entre julio y octubre de 2014, los tipos de interés nominales que aplican las IFM a los préstamos concedidos a las sociedades no financieras experimentaron una caída, que fue ligeramente más pronunciada en el caso de los préstamos a largo plazo (es decir, con un período de fijación del tipo inicial de más de cinco años), con un descenso de 35 puntos básicos durante el período analizado. Al mismo tiempo, los tipos de interés nominales correspondientes a los nuevos préstamos de hasta un millón de euros con períodos más cortos de fijación del tipo inicial disminuyeron 31 puntos básicos, mientras que los correspondientes a los préstamos de más de un millón de euros retrocedieron 18 puntos básicos (véase cuadro 7). Durante el citado período, el diferencial de tipos de interés entre los préstamos de hasta un millón de euros y los préstamos de más de un millón de euros se redujo 12 puntos básicos en el caso de los préstamos con períodos más cortos de fijación del tipo inicial y aumentó 12 puntos básicos en el caso de los préstamos con período de fijación del tipo inicial de más de cinco años.

Entre julio y octubre de 2014, los rendimientos de la deuda pública y los tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro también se redujeron. Debido al menor descenso de los tipos de interés del mercado monetario, los diferenciales entre los tipos de interés de los préstamos a corto plazo, de hasta un millón de euros y de más de un millón de euros, y el euríbor a tres meses retrocedieron 19 y 7 puntos básicos, respectivamente. El diferencial entre los tipos de interés de los préstamos a largo plazo de más de un millón de euros y el rendimiento de la deuda pública a siete años con calificación AAA disminuyó 7 puntos básicos, mientras que el diferencial entre los tipos de interés de los préstamos a

**Cuadro 7 Tipos de interés aplicados por las IFM a los nuevos préstamos a sociedades no financieras**

(porcentajes; puntos básicos)

							Variaciones en puntos básicos hasta octubre de 2014 <sup>1)</sup>		
	III 2013	IV 2013	I 2014	II 2014	Sep 2014	Oct 2014	Jul 2013	Jul 2014	Sep 2014
<b>Tipos de interés aplicados por las IFM</b>									
Descubiertos en cuenta de las sociedades no financieras	3,86	3,79	3,78	3,71	3,52	3,42	-42	-17	-10
Préstamos a las sociedades no financieras hasta un millón de euros									
A tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial	3,75	3,78	3,78	3,59	3,31	3,29	-56	-31	-2
Más de cinco años de fijación del tipo inicial	3,26	3,27	3,29	3,11	2,84	2,82	-45	-24	-2
Préstamos a las sociedades no financieras de más de un millón de euros									
A tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial	2,15	2,29	2,25	2,09	1,89	1,81	-41	-18	-8
Más de cinco años de fijación del tipo inicial	3,06	2,96	2,98	2,71	2,40	2,43	-63	-35	3
<b>Pro memoria</b>									
Tipo de interés a tres meses del mercado monetario	0,23	0,29	0,31	0,21	0,08	0,09	-14	-12	1
Rendimiento de la deuda pública a dos años	0,22	0,25	0,17	0,02	-0,10	-0,08	-26	-9	2
Rendimiento de la deuda pública a siete años	1,42	1,58	1,21	0,87	0,57	0,51	-83	-29	-6

Fuente: BCE.

Nota: Los rendimientos de la deuda pública se refieren a los rendimientos de los bonos de la zona del euro basados en los datos del BCE sobre deuda con calificación AAA (basados en calificaciones crediticias de Fitch), que actualmente incluyen bonos de Alemania, Austria, Finlandia, Francia y Países Bajos.

1) Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.



largo plazo de hasta un millón de euros y los tipos de interés de la deuda soberana se incrementó 5 puntos básicos.

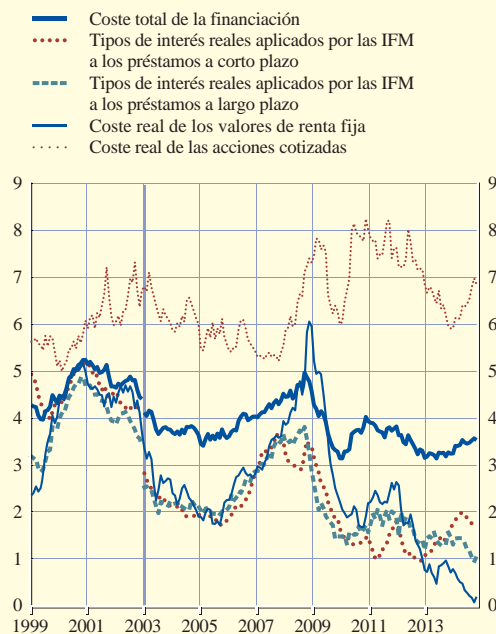
En cuanto a la evidencia procedente de las encuestas sobre la oferta y la demanda de préstamos bancarios a sociedades no financieras de la zona del euro, la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre de 2014 correspondiente al tercer trimestre de 2014 mostró que los criterios de concesión de préstamos a las sociedades no financieras se relajaron en términos netos por segunda vez desde el segundo trimestre de 2007 (un -2% de las entidades de crédito indicaron que dichos criterios se habían endurecido, en comparación con el -3% del trimestre anterior).

Factores relacionados con el coste de financiación y disponibilidad de fondos de las entidades de crédito siguieron contribuyendo ligeramente a la relajación de los criterios de concesión de crédito a empresas en el tercer trimestre de 2014. Más concretamente, esta evolución estuvo impulsada principalmente por la continuación del fortalecimiento de la situación de liquidez de las entidades de crédito de la zona del euro y por la mejora en curso del acceso de las entidades a la financiación en los mercados, mientras que el nivel de capital de las entidades hizo que los criterios se endurecieran marginalmente. En cambio, la percepción de riesgo de las entidades en relación con las perspectivas de negocio de las empresas y la incertidumbre macroeconómica provocaron un ligero endurecimiento neto (el 2%, frente al -3%) de los criterios de aprobación de préstamos a empresas en el tercer trimestre, tras la leve relajación neta de los criterios observada en los dos trimestres anteriores, acorde con la modesta recuperación económica. Esto reflejó un empeoramiento de las expectativas de las entidades, que previamente eran más favorables, sobre las perspectivas macroeconómicas y las relativas a sociedades concretas. Además, la valoración de las entidades de los riesgos relativos a las garantías solicitadas dio lugar a un endurecimiento marginal de los criterios. Para más información, véase el recuadro titulado «The results of the euro area bank lending survey for the third quarter of 2014» en el Boletín Mensual del BCE de noviembre de 2014.

En cuanto a las condiciones de financiación en los mercados, entre julio y octubre de 2014, la evolución del coste de los valores de renta fija de las sociedades no financieras varió entre las distintas categorías de calificación de la renta fija privada. Los diferenciales entre la renta fija con calificaciones más altas, como los valores con calificación A y AA y los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA, se estrecharon ligeramente, mientras que, en el caso de los bonos con

**Gráfico 30 Coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro**

(porcentajes; datos mensuales)



Fuentes: BCE, Thomson Reuters, Merrill Lynch y Consensus Economics Forecasts.

Notas: El coste real de la financiación externa de las sociedades no financieras se calcula como la media ponderada del coste de los préstamos bancarios, el coste de los valores representativos de deuda y el coste de las acciones, basados en sus respectivos saldos vivos y deflactados por las expectativas de inflación (véase el recuadro 4 del *Boletín Mensual* de marzo de 2005). La armonización de los tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos introducida a principios de 2003 provocó una ruptura en las series estadísticas. Es posible que los datos a partir de junio de 2010 no sean totalmente comparables con los anteriores a esa fecha, debido a los cambios metodológicos resultantes de la aplicación de los reglamentos BCE/2008/32 y BCE/2009/7 (por el que se modifica el Reglamento BCE/2001/18).

calificación más baja («de alta rentabilidad»), los diferenciales aumentaron 38 puntos básicos (véase gráfico 31). Los datos más recientes sobre la financiación en los mercados indican que los diferenciales de los valores de renta fija con calificación más baja experimentaron un descenso en noviembre de 2014.

### FLUJOS DE FINANCIACIÓN

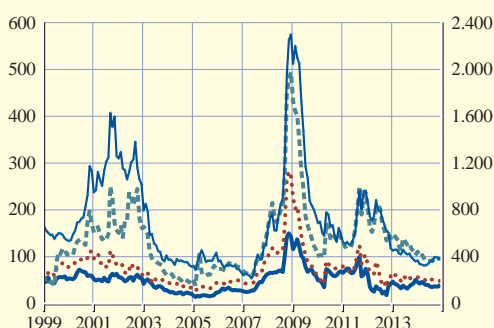
La tasa de variación interanual de los beneficios por acción de las sociedades cotizadas de la zona del euro se incrementó entre julio y octubre de 2014. Concretamente, la tasa correspondiente a las empresas cotizadas de la zona fue del -0,7% en octubre de 2014, frente al -4,8% de julio de 2014 (véase gráfico 32). De cara al futuro, basándose en los indicadores de proveedores de mercado, los participantes en el mercado esperan que la tasa de variación de los beneficios por acción se sitúe de nuevo en niveles positivos en el cuarto trimestre de este año.

El flujo global de financiación externa a las sociedades no financieras se estabilizó en el otoño, tras un período de contracción. Esta mejora refleja un descenso de las amortizaciones netas de préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras y de la emisión neta de valores por parte de las empresas (véase gráfico 33). No obstante, el nivel

**Gráfico 31 Diferenciales de los valores de renta fija de las sociedades no financieras**

(puntos básicos; medias mensuales)

- Bonos AA denominados en euros de las sociedades no financieras (escala izquierda)
- Bonos A denominados en euros de las sociedades no financieras (escala izquierda)
- - - - Bonos BBB denominados en euros de las sociedades no financieras (escala izquierda)
- Bonos de alta rentabilidad denominados en euros (escala derecha)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Nota: Los diferenciales de los valores de renta fija se calculan en relación con los rendimientos de la deuda pública con calificación crediticia AAA.

**Gráfico 32 Beneficios por acción de las sociedades no financieras cotizadas de la zona del euro**

(tasas de variación interanual; datos mensuales)

- Reales
- Esperados

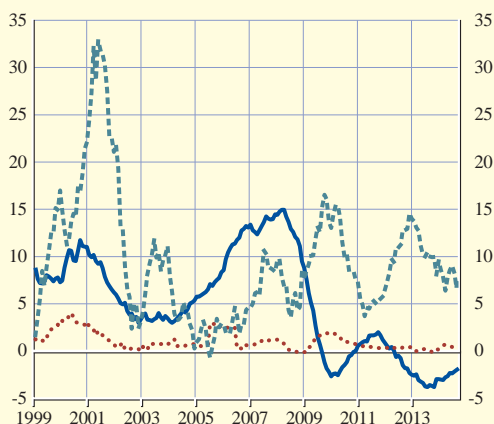


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

**Gráfico 33 Detalle por instrumentos de la financiación externa de las sociedades no financieras**

(tasas de variación interanual)

- Préstamos de las IFM
- Acciones cotizadas
- - - - Valores representativos de deuda



Fuente: BCE.

Nota: Las acciones cotizadas están denominadas en euros.

de financiación externa de las sociedades no financieras sigue siendo bajo, como consecuencia de la debilidad de la economía, de las continuas necesidades de desapalancamiento de las empresas en varios países, de los máximos alcanzados en las tenencias de efectivo y de la persistencia de algunas restricciones de oferta de financiación, sobre todo en el caso de las pequeñas y medianas empresas (pymes).

Ajustada de ventas de préstamos y titulizaciones, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a las sociedades no financieras se situó en el -2,1% en el tercer trimestre de 2014, frente al -2,7% del trimestre anterior. En octubre de 2014, esta tasa aumentó de nuevo y se situó en el -1,6%. La tasa de crecimiento interanual de los valores representativos de deuda emitidos se redujo hasta el 6,7% en el tercer trimestre de 2014, desde el 8,6% registrado el trimestre precedente, mientras que la tasa de crecimiento de las acciones cotizadas se mantuvo inalterada en niveles moderados (véase cuadro 8).

La menor necesidad de emitir valores de renta fija privada ha sido consecuencia, en cierta medida, de la mejora de las condiciones de oferta de crédito y de los abundantes colchones de liquidez. No obstante, la débil demanda de préstamos y la evolución observada recientemente en la emisión de valores de renta fija privada también han estado determinadas por el frágil entorno económico. Por otra parte, en términos absolutos, la emisión de valores representativos de deuda sigue concentrada en unos pocos países de la zona del euro, estando limitado el acceso a los mercados de renta fija, en la mayoría de los casos, a grandes empresas con elevada calificación crediticia. Habitualmente, las pymes son demasiado pequeñas para absorber los costes fijos asociados a la emisión de valores de renta fija en el mercado financiero. Como resultado, son mucho más dependientes de la financiación bancaria que las grandes empresas y, por lo tanto, se ven afectadas de manera desproporcionada por la actual contracción del crédito bancario.

En el tercer trimestre de 2014, los préstamos de las IFM a las sociedades no financieras que registraron la contracción más acusada fueron los préstamos a medio plazo, esto es, aquellos con período de fijación del

**Cuadro 8 Financiación de las sociedades no financieras**

(tasas de variación; fin de trimestre)	Tasas de crecimiento interanual				
	2013 III	2013 IV	2014 I	2014 II	2014 III
<b>Préstamos de IFM</b>	-3,6	-3,0	-3,1	-2,3	-2,0
Hasta un año	-3,1	-4,0	-4,9	-2,8	-1,4
De uno a cinco años	-5,6	-5,6	-5,0	-3,3	-3,3
Más de cinco años	-3,2	-1,7	-1,6	-1,8	-1,9
<b>Valores representativos de deuda</b>	10,0	8,1	7,8	8,6	6,7
A corto plazo	0,5	-9,0	-9,1	-11,3	-10,0
A largo plazo, de los cuales <sup>1)</sup>	11,0	9,7	9,5	10,5	8,2
A tipo fijo	11,1	9,3	8,9	10,1	8,1
A tipo variable	11,3	12,6	14,9	12,7	8,7
<b>Acciones cotizadas</b>	0,1	0,2	0,6	0,6	0,6
<b>Pro memoria<sup>2)</sup></b>					
Total financiación	0,9	1,0	0,7	0,5	0,5
Préstamos a sociedades no financieras	-1,2	-1,9	-2,1	-2,0	-1,3
Reservas técnicas de seguro <sup>3)</sup>	1,2	1,2	1,1	1,2	1,4

Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos de este cuadro (con la excepción de los presentados en la pro memoria) figuran en las estadísticas monetarias y bancarias y en las de emisiones de valores. Pueden surgir pequeñas divergencias con respecto a los datos que se recogen en las estadísticas de las cuentas financieras, principalmente como consecuencia de diferencias en los métodos de valoración. Los datos sobre préstamos de las IFM no están ajustados de ventas y titulizaciones

1) La suma de los valores representativos de deuda a tipo fijo y a tipo variable puede no coincidir con el total de valores representativos de deuda a largo plazo, porque los valores a largo plazo con cupón cero, que incluyen los efectos de valoración, no se muestran por separado en este cuadro.

2) Datos procedentes de las cuentas trimestrales europeas por sectores. La financiación total de las sociedades no financieras incluye préstamos, valores representativos de deuda, acciones y otras participaciones, reservas técnicas de seguro, otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros.

3) Incluye las reservas de los fondos de pensiones.

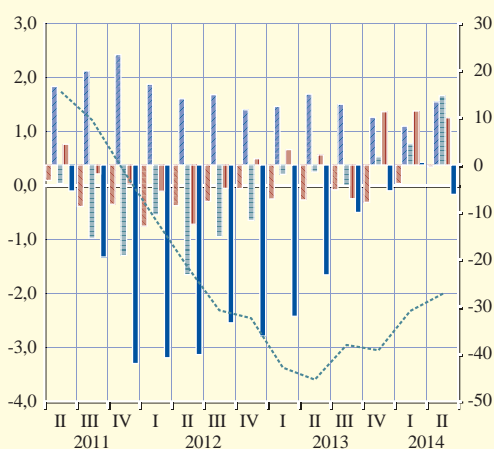
tipo inicial de entre uno y cinco años. Si se compara con el trimestre precedente, el ritmo de contracción se moderó en el caso de los préstamos a corto plazo, es decir, préstamos con período de fijación del tipo inicial hasta un año, mientras que aumentó ligeramente en los préstamos a medio plazo, esto es, aquellos con período de fijación del tipo inicial de más de cinco años. Desde 2007, la emisión de valores representativos de deuda por las sociedades no financieras se ha inclinado hacia instrumentos a más largo plazo. Esta tendencia continuó en septiembre de 2014, cuando el porcentaje de instrumentos representativos de deuda a largo plazo emitidos por las sociedades no financieras se elevó al 93 % (desde el 84 % en 2007).

Los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios de octubre de 2014 mostraron que la demanda neta de préstamos por parte de las sociedades no financieras (es decir, la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades de crédito que indicaron un aumento de la demanda y la de entidades que señalaron un descenso) siguió recuperándose en el tercer trimestre de 2014 (el 6 %, frente al 4 % del trimestre anterior). Las necesidades de financiación relacionadas con la reestructuración de la deuda y con las operaciones de fusión y adquisición fueron el factor que contribuyó más positivamente a la demanda de préstamos por parte de las empresas en el tercer trimestre. La inversión en capital fijo volvió a contribuir negativamente a la evolución de la demanda (véase gráfico 34). Las

**Gráfico 34 Crecimiento de los préstamos y factores que contribuyen a la demanda de préstamos de las sociedades no financieras**

(tasas de variación interanual; porcentaje neto)

- Inversión en capital fijo (escala derecha)
- Existencias y capital circulante (escala derecha)
- Fusiones, adquisiciones y reestructuraciones de empresas (escala derecha)
- Reestructuración de la deuda (escala derecha)
- Financiación interna (escala derecha)
- Préstamos a sociedades no financieras (escala izquierda)



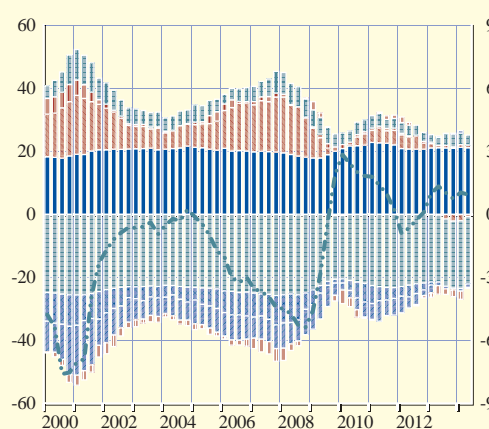
Fuente: BCE.

Notas: El porcentaje neto se refiere a la diferencia entre el porcentaje de entidades que indican que un factor determinado ha contribuido a un incremento de la demanda y el de las que indican que ha contribuido a una reducción. En la escala derecha, las variables se presentan en porcentajes netos.

**Gráfico 35 Ahorro, financiación e inversión de las sociedades no financieras**

(sumas móviles de cuatro trimestres; porcentajes del valor añadido bruto)

- Ahorro bruto y transferencias netas de capital
- Emisión de acciones y otras participaciones cotizadas
- Formación bruta de capital
- Adquisiciones netas de acciones y otras participaciones
- Financiación mediante deuda
- Emisión de acciones y otras participaciones no cotizadas
- Adquisiciones netas de activos financieros, excluidas acciones y otras participaciones
- Otros
- Brecha de financiación (escala derecha)



Fuente: Cuentas de la zona del euro.

Notas: La «financiación mediante deuda» incluye préstamos, valores representativos de deuda y reservas de los fondos de pensiones. «Otros» incluye derivados financieros, otras cuentas pendientes de pago/cobro compensadas y ajustes. Los préstamos entre empresas relacionadas se compensan. La brecha de financiación es la capacidad/necesidad de financiación del sector, que básicamente es la diferencia entre el ahorro bruto y la formación bruta de capital.

entidades de crédito de la zona del euro esperan un nuevo incremento neto de la demanda de préstamos a empresas en el cuarto trimestre de 2014.

El excedente de financiación (o la capacidad de financiación) de las sociedades no financieras —es decir, la diferencia entre sus fondos internos (ahorro bruto) y su formación bruta de capital, en relación con el valor añadido bruto generado por ellas— se redujo marginalmente, hasta el 0,9%, en el segundo trimestre de 2014, desde el 1% del trimestre anterior (véase gráfico 35). El descenso del excedente de financiación se tradujo en una disminución de las adquisiciones netas de acciones.

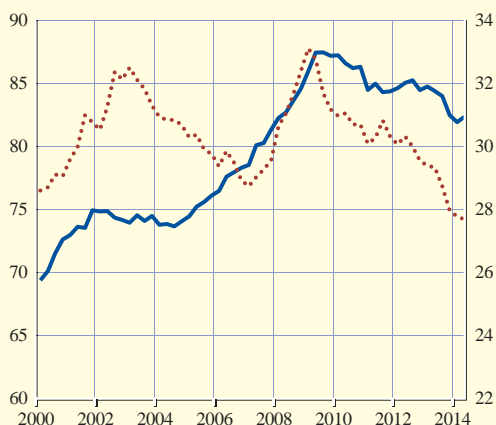
### POSICIÓN FINANCIERA

Según datos de las cuentas integradas de la zona del euro, la deuda en relación con el PIB del sector de sociedades no financieras se incrementó desde el 81,9% registrado en el primer trimestre de 2014 hasta el 82,4% en el segundo trimestre. Por lo tanto, la tendencia de descenso gradual observada en los dos últimos años se interrumpió. En conjunto, el ritmo de ajuste de los balances de las sociedades no financieras continuó ralentizándose, con respecto a los máximos registrados en el punto álgido de la crisis financiera debido, en parte, a la persistente debilidad de la recuperación económica. En el segundo trimestre de 2014, la deuda en relación con los activos totales se redujo marginalmente, desde el 27,8% hasta el 27,7% (véase gráfico 36). En consecuencia, la sostenibilidad de la deuda de las sociedades no financieras siguió mejorando: su carga bruta por intereses en relación con el excedente bruto de explotación retrocedió hasta situarse en el 9,9%, frente al 10,2% del primer trimestre de 2014. En términos netos, la carga por intereses de las sociedades no financieras cayó hasta el 2,8% en el segundo trimestre de 2014, lo que supone una reducción de 0,1 puntos porcentuales con respecto al trimestre precedente y aproximadamente una tercera parte del máximo registrado en el último trimestre de 2008 (véase gráfico 37).

**Gráfico 36 Ratios de deuda del sector de sociedades no financieras**

(porcentajes)

— Deuda consolidada en relación con el PIB (escala izquierda)  
 ..... Deuda consolidada en relación con los activos totales (escala derecha)



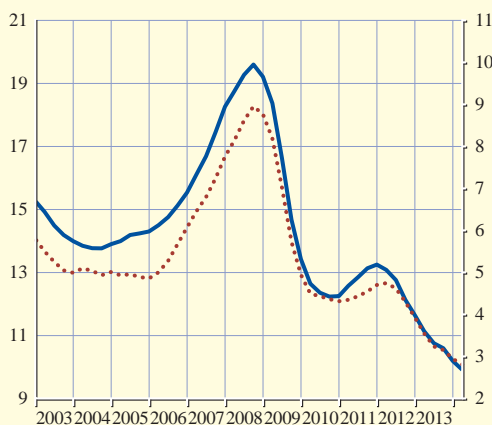
Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos sobre deuda proceden de las cuentas trimestrales europeas por sectores. Incluyen préstamos (excluidos los préstamos entre empresas relacionadas), valores representativos de deuda y reservas de los fondos de pensiones.

**Gráfico 37 Carga por intereses de las sociedades no financieras**

(suma móvil de cuatro trimestres; en porcentaje del excedente bruto de explotación)

— Carga bruta por intereses (escala izquierda)  
 ..... Carga neta por intereses (escala derecha)



Fuente: BCE.

Nota: La carga neta por intereses se define como la diferencia entre los pagos y los ingresos por intereses de las sociedades no financieras, en relación con su excedente bruto de explotación.

## 2.7 FLUJOS DE FINANCIACIÓN Y POSICIÓN FINANCIERA DEL SECTOR HOGARES

En el tercer trimestre de 2014, las condiciones de financiación de los hogares de la zona del euro se caracterizaron por la reducción de los tipos de interés de los préstamos bancarios, aunque persistió la heterogeneidad entre países e instrumentos. No obstante, la evolución del endeudamiento de los hogares siguió siendo moderada, como resultado de una combinación de factores, entre los que cabe señalar la falta de dinamismo de la renta disponible de este sector, los altos niveles de desempleo, la debilidad de los mercados de la vivienda, la necesidad de corregir excesos del pasado en términos de acumulación de deuda y la incertidumbre en torno a las perspectivas económicas. Aún así, las estimaciones correspondientes al tercer trimestre de 2014 sugieren que la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares aumentó ligeramente en ese trimestre, mientras que la deuda de los hogares en relación con la renta bruta disponible se habría estabilizado.

### CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

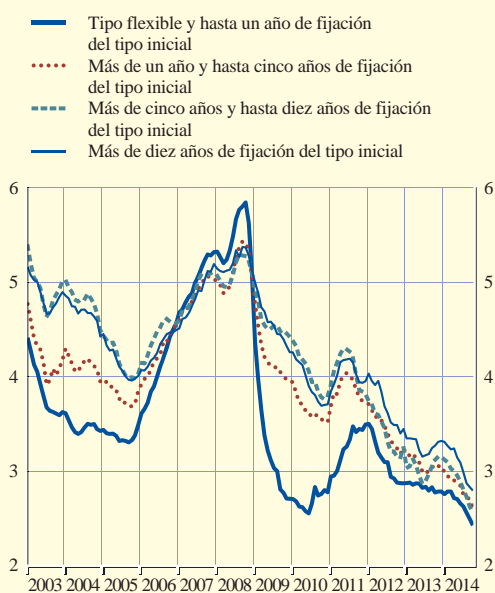
Los costes de financiación de los hogares de la zona del euro descendieron en el tercer trimestre de 2014 y continuaron presentando divergencias en función de la categoría, del plazo de vencimiento y del país de origen del préstamo. Si se consideran los componentes individuales, los tipos de interés de los préstamos para adquisición de vivienda disminuyeron con respecto a los niveles registrados en el segundo trimestre (véase gráfico 38). Por lo que respecta al desglose de los costes de financiación de los préstamos hipotecarios según su plazo de vencimiento, los tipos de interés aplicados tanto a los préstamos a corto como a medio plazo (es decir, préstamos a tipo flexible o hasta un año de fijación del tipo inicial y préstamos con período de fijación del tipo inicial de más de un año y hasta cinco años) experimentaron una caída de 5 puntos básicos. Los tipos de interés de los préstamos a largo plazo con períodos de fijación del tipo inicial de más de cinco años y hasta diez años, y de más de diez años se redujeron 10 y 4 puntos básicos, respectivamente, con respecto a los niveles del segundo trimestre. En octubre de 2014 se observaron nuevos descensos en todos los plazos de vencimiento.

En cuanto a los nuevos préstamos para consumo, todos los tipos de interés aplicados a los préstamos a corto plazo (es decir, préstamos con un período de fijación del tipo inicial de hasta un año), a los préstamos a medio plazo (esto es, préstamos con período de fijación del tipo inicial de más de un año y hasta cinco años) y a los préstamos a largo plazo (es decir, préstamos con período de fijación del tipo inicial de más de cinco años) se redujeron en el tercer trimestre.

Según los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2014, las entidades de crédito de la zona participantes en la encuesta indicaron que los criterios de aprobación aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda

**Gráfico 38 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda**

(porcentajes; excluidas comisiones; tipos de interés de las nuevas operaciones)



Fuente: BCE.



otorgados a los hogares se habían relajado, en términos netos, en el tercer trimestre (un -2%, frente al -4% del trimestre anterior). Las presiones competitivas contribuyeron a la relajación neta de los criterios de aprobación, mientras que la reaparición de algunas percepciones de riesgo tuvo un ligero efecto compensatorio. La encuesta sugiere que los criterios aplicados al crédito al consumo y otros préstamos concedidos a los hogares también se relajaron en términos netos en el tercer trimestre (el -7%, en comparación con el -2% del trimestre precedente). Esta relajación neta adicional de los criterios señalada para este segmento del mercado de crédito a nivel de la zona del euro refleja la reducción de los costes de financiación de las entidades de crédito y las menores restricciones en la disponibilidad de fondos, así como la influencia de la competencia, al tiempo que oculta una ligera reaparición de las percepciones de riesgo. Para más detalles, véase el recuadro titulado «The results of the euro area bank lending survey for the third quarter of 2014», en el Boletín Mensual de noviembre de 2014.

### FLUJOS DE FINANCIACIÓN

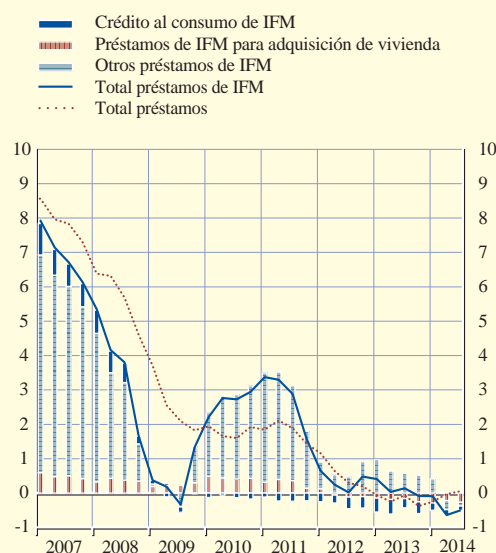
Tras registrar un mínimo histórico en el trimestre anterior, la tasa de crecimiento interanual del total de préstamos concedidos a los hogares fue algo menos negativa en el tercer trimestre de 2014 y se situó en el -0,5%, frente al -0,6% del segundo trimestre. El ligero aumento observado en ese trimestre se debió a una contribución menos negativa de los préstamos de las IFM para adquisición de vivienda (véase gráfico 39).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos concedidos por las IFM a los hogares, ajustados de ventas y titulaciones, también experimentó un aumento marginal y se situó en el 0,5% en el tercer trimestre, frente al 0,4% del trimestre anterior, continuando así la moderada tendencia al alza observada desde principios de año. Posteriormente volvió a aumentar, hasta situarse en el 0,6% en octubre. El detalle de los préstamos de las IFM según su finalidad indica que la tasa de crecimiento interanual de los préstamos para adquisición de vivienda concedidos por este sector (sin ajustar de ventas y titulaciones) se tornó negativa, situándose en el -0,1% en el tercer trimestre, frente al 0,2% del trimestre anterior, y reduciéndose hasta el -0,2% en octubre. El crédito al consumo siguió reduciéndose en el segundo trimestre, aunque a un ritmo más lento, situándose la tasa de crecimiento interanual en el -1,5%, frente al 2% del segundo trimestre. En octubre, esta tasa fue del 0,1%. La tasa de crecimiento interanual de otros préstamos (que incluye los préstamos a empresas sin personalidad jurídica) pasó a ser algo menos negativa y se situó en el -1,5% en el tercer trimestre, frente al -1,7% del trimestre precedente. En octubre, se redujo hasta el -1,8%.

La evolución persistentemente moderada de los préstamos a hogares refleja varios factores, entre ellos, la falta de dinamismo de la renta disponible de este sector, los altos niveles de desempleo, la debilidad de los mercados de la vivienda, la necesidad de corregir los excesos del pasado en términos de acumulación de deuda y la incertidumbre

**Gráfico 39 Total de préstamos concedidos a los hogares**

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales; fin de trimestre)

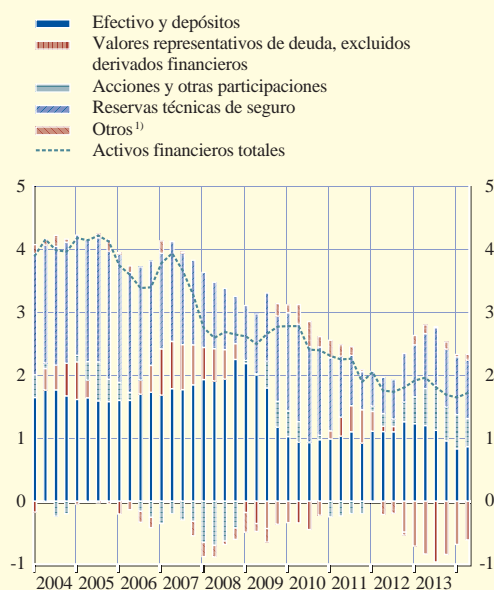


Fuente: BCE.

Notas: El total de préstamos comprende los préstamos a hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. El total de préstamos concedidos a los hogares en el tercer trimestre de 2014 se ha estimado a partir de las operaciones que figuran en las estadísticas monetarias y bancarias. Para más información sobre las diferencias en el cálculo de las tasas de crecimiento entre préstamos de las IFM y total de préstamos, véanse las notas técnicas pertinentes. Los datos sobre préstamos de las IFM no están ajustados de ventas o titulaciones.

**Gráfico 40 Inversión financiera de los hogares**

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

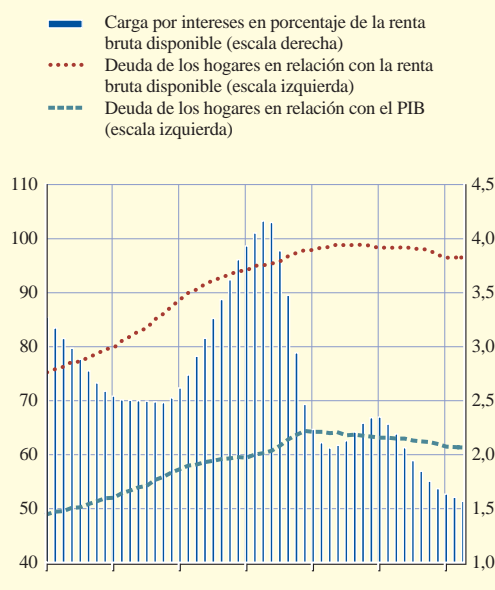


Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Incluye préstamos y otras cuentas pendientes de cobro.

**Gráfico 41 Endeudamiento y carga por intereses de los hogares**

(porcentajes)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Notas: El endeudamiento de los hogares comprende el total de préstamos a los hogares concedidos por todos los sectores institucionales, incluido el resto del mundo. La carga por intereses no incluye todos los costes financieros de los hogares, ya que excluye las comisiones por servicios financieros. Los datos del último trimestre que figuran en el gráfico se han estimado en parte.

en torno a las perspectivas económicas. De cara al futuro, la encuesta sugiere que las entidades de crédito esperan un aumento neto de la demanda de todas las categorías de préstamos en el cuarto trimestre.

Por lo que se refiere al activo del balance del sector hogares de la zona del euro, la tasa de crecimiento interanual de su inversión financiera total se situó en el 1,7% en el segundo trimestre de 2014 (por encima del 1,6% registrado en el trimestre precedente; véase gráfico 40). Esta evolución tuvo su origen en la menor desinversión en valores representativos de deuda (excluidos los derivados financieros), cuya tasa de crecimiento interanual se situó en el -10% en el segundo trimestre. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de la inversión en efectivo y depósitos se mantuvo estable en el 2,4% en el segundo trimestre, mientras que la tasa de crecimiento interanual de las participaciones en fondos de inversión descendió hasta el 1,7%, desde el 2% del trimestre anterior. En conjunto, el proceso de desalancamiento en curso, los altos niveles de desempleo y la debilidad del ciclo económico (factores todos ellos que dificultan el crecimiento de la renta disponible y fuerzan el desahorro de los hogares) son los principales factores que explican el prolongado período de débil crecimiento observado en la acumulación de activos financieros por parte de los hogares desde mediados de 2010.

## POSICIÓN FINANCIERA

La deuda de los hogares de la zona del euro continúa en niveles elevados. Más concretamente, la deuda de los hogares en relación con la renta bruta disponible nominal se estabilizó en el 96,5% en el segundo trimestre de 2014. La deuda de este sector en relación con el PIB también se estabilizó, situándose en el

61,4 % en el segundo trimestre. Al mismo tiempo, la carga por intereses de los hogares se redujo de nuevo hasta situarse en el 1,6 % de la renta total disponible, lo que supone un mínimo histórico (véase gráfico 41). Las estimaciones para el tercer trimestre de 2014 indican que la deuda de los hogares no experimentó variación en ese trimestre, mientras que la carga por intereses de este sector volvió a reducirse ligeramente.

### 3 PRECIOS Y COSTES

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,3% en noviembre de 2014, frente al 0,4% de octubre. En comparación con el mes anterior, esta disminución refleja principalmente todo una mayor caída interanual de los precios de la energía y un incremento interanual ligeramente menor de los precios de los servicios. Sobre la base de la información disponible a mediados de noviembre, fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, se preveía que la inflación interanual medida por el IAPC se situaría en el 0,5% en 2014, el 0,7% en 2015 y el 1,3% en 2016. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de septiembre de 2014 elaboradas por los expertos del BCE, las previsiones se han revisado considerablemente a la baja, sobre todo en 2015. Esta revisión obedece, principalmente, al descenso de los precios del petróleo en euros y al impacto de la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento, pero no incorpora todavía la caída de los precios del petróleo en las semanas posteriores a la fecha de cierre de las proyecciones.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios en el medio plazo serán objeto de un estrecho seguimiento, en particular, las posibles repercusiones de la moderación de la dinámica de crecimiento, los acontecimientos geopolíticos, la evolución de los tipos de cambio y de los precios de la energía, y la transmisión de las medidas de política monetaria. Se prestará especial atención al impacto más general de la reciente evolución de los precios del petróleo sobre las tendencias de la inflación a medio plazo en la zona del euro.

#### 3.1 PRECIOS DE CONSUMO

La tendencia a la baja de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro, iniciada a finales de 2011, se ha debido principalmente a la evolución mundial, por ejemplo, de los precios de las materias primas y de los tipos de cambio, y se ha manifestado, sobre todo, en la menor contribución del componente energético del IAPC, pero también del componente de alimentos. En 2014, la evolución de los precios de las materias primas ha continuado teniendo un impacto a la baja sobre la inflación, aunque este se ha visto atenuado en parte por la depreciación del tipo de cambio del euro. En la coyuntura actual, la menor inflación general asociada al descenso de los precios de las materias primas debería impulsar la actividad económica elevando la renta real disponible de los hogares y las empresas.

**Cuadro 9 Evolución de los precios**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2012	2013	2014 Jun	2014 Jul	2014 Ago	2014 Sep	2014 Oct	2014 Nov
<b>IAPC y sus componentes <sup>1)</sup></b>								
Índice general	2,5	1,4	0,5	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3
Energía	7,6	0,6	0,1	-1,0	-2,0	-2,3	-2,0	-2,5
Alimentos	3,1	2,7	-0,2	-0,3	-0,3	0,3	0,5	0,5
Alimentos no elaborados	3,0	3,5	-2,8	-2,6	-2,4	-0,9	0,0	0,0
Alimentos elaborados	3,1	2,2	1,4	1,1	1,0	1,0	0,8	0,8
Bienes industriales no energéticos	1,2	0,6	-0,1	0,0	0,3	0,2	-0,1	0,0
Servicios	1,8	1,4	1,3	1,3	1,3	1,1	1,2	1,1
<b>Otros indicadores de precios</b>								
Precios industriales	2,8	-0,2	-0,9	-1,3	-1,4	-1,4	-1,3	.
Precios del petróleo (euros por barril)	86,6	81,7	82,3	79,9	77,6	76,4	69,5	64,1
Precios de las materias primas no energéticas	-5,2	-8,0	-4,2	-4,8	-4,2	-4,6	-2,7	.

Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE basados en datos de Thomson Reuters.

1) La inflación medida por el IAPC y sus componentes de noviembre de 2014, corresponde a la estimación preliminar de Eurostat.

A diferencia de la inflación general, la inflación subyacente medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, ha permanecido en tasas reducidas, pero básicamente estables, en 2014. No obstante, el descenso de los precios de las materias primas y de la energía normalmente ejerce también una presión a la baja sobre la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, puesto que la caída de los costes de los bienes intermedios se transmite a través de la cadena de precios (véase recuadro 3).

Atendiendo a los datos más recientes, según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación general medida por el IAPC se situó en el 0,3 % en noviembre de 2014, frente al 0,4 % de octubre (véase cuadro 9). Al mismo tiempo, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, fue del 0,7 % en noviembre, sin cambios con respecto al mes anterior.

Si se examinan con más detalle los principales componentes del IAPC (véase gráfico 42), la estimación preliminar de Eurostat de noviembre muestra que la tasa de variación de los precios de la energía disminuyó 0,5 puntos porcentuales, hasta situarse en el -2,5 %. Esta tasa ha sido negativa casi todos los meses de 2014 debido, principalmente, a la caída de los precios del petróleo en euros. Tras alcanzar un máximo a mediados de junio, el precio del crudo denominado en euros se ha reducido en torno a un 25 %. El descenso de los precios del gas también ha contribuido negativamente a la tasa de crecimiento de los precios de la energía en 2014, y refleja, entre otras cosas, factores meteorológicos y el hecho de que las instalaciones de almacenamiento de gas se encontraban prácticamente llenas en toda Europa<sup>1</sup>.

La tasa de variación interanual del componente de alimentos, que comprende los precios de los alimentos tanto elaborados como no elaborados, se situó en el 0,5 % en noviembre, sin cambios con respecto al mes anterior. Los precios de los alimentos se mantuvieron contenidos en 2014 debido, en parte, a factores meteorológicos. Las temperaturas invernales a comienzos de 2014, que fueron relativamente suaves en comparación con el año precedente, presionaron a la baja los precios de los alimentos no elaborados (principalmente los componentes de frutas y de legumbres y hortalizas) durante la primera mitad del año. Desde junio, sin embargo, el impacto asociado a las condiciones meteorológicas perdió intensidad, y la tasa de crecimiento interanual de los precios de los alimentos no elaborados aumentó gradualmente desde su mínimo del -2,8 % de junio, hasta situarse alrededor del 0 % en noviembre. La tasa de avance de los precios de los alimentos elaborados también ha descendido en 2014, y se situó en el 0,8 % en noviembre. La mayor parte de este retroceso es atribuible, probablemente, a la caída de los precios internacionales de las materias primas y de los precios agrícolas en origen europeos.

Considerada en su conjunto, la inflación de los dos componentes restantes del IAPC, a saber, los bienes industriales no energéticos y los servicios, se ha mantenido en tasas bajas, pero básicamente estables, en 2014. Los reducidos niveles de inflación de los precios de ambos componentes se deben a la relativa debilidad de la demanda de consumo, la baja capacidad de fijación de precios de las empresas, la contención de la evolución salarial y los efectos retardados de la apreciación del euro hasta mayo. Según los datos más recientes, la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos aumentó ligeramente hasta el 0 % en noviembre, mientras que el ritmo de avance de los precios de los servicios descendió marginalmente hasta el 1,1 %. La variación mensual de las tasas de crecimiento interanual de estos dos componentes puede atribuirse a los efectos estacionales, como las fechas de los períodos de rebajas en el caso de los artículos de vestir o el cambio de los destinos de verano por los de invierno en el caso de las vacaciones organizadas.

<sup>1</sup> Véase también el recuadro titulado «Developments in consumer gas prices in the euro area», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, octubre de 2014.

## Recuadro 3

**EFFECTOS INDIRECTOS DE LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO SOBRE LA INFLACIÓN DE LA ZONA DEL EURO**

Tras un acusado incremento desde comienzos de 2009 hasta 2011, los precios del petróleo oscilaron en torno a un nivel básicamente estable de 110 dólares estadounidenses el barril desde principios de 2012 hasta mediados de 2014. Como consecuencia de la apreciación del euro frente al dólar estadounidense, los precios del petróleo en euros descendieron durante dicho período. Desde mediados de 2014, los precios del petróleo han caído significativamente, situándose en torno a 70 dólares estadounidenses el barril a finales de noviembre, observándose que la reducción del tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense ha atenuado en cierta medida el impacto en el precio en euros (véase Gráfico A).

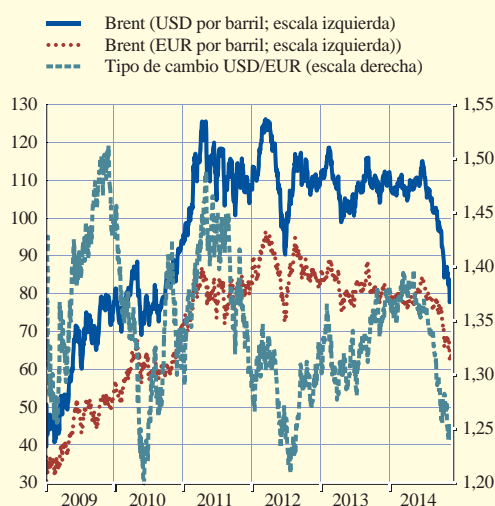
A través del componente energético del IAPC, la evolución de los precios del petróleo ha representado una parte importante del descenso de la inflación general medida por el IAPC desde finales de 2011<sup>1</sup>. Inicialmente, este hecho reflejó los efectos de base, ya que el impacto alcista de los anteriores incrementos del precio del petróleo no se incluyó en la comparación interanual, y, posteriormente, la caída gradual de los precios del petróleo en euros. No obstante, es probable que la evolución de los precios del petróleo haya tenido un impacto más general también en los componentes no energéticos del IAPC. En este recuadro se analizan los efectos indirectos de la evolución de los precios del petróleo sobre la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos.

**El concepto de efectos indirectos**

A diferencia de los efectos directos sobre la inflación medida por el IAPC que tienen los cambios en los precios del petróleo a través de su impacto en los precios de consumo de la energía, los efectos indirectos se refieren al impacto de las variaciones de los precios del petróleo a través de los costes de producción. Dichos efectos indirectos son bastante obvios en el caso de algunos servicios de transporte, como la aviación, donde el combustible es un factor de coste muy importante. Sin embargo, es probable que también estén presentes en el caso de los bienes y servicios de consumo que se producen con una intensidad de uso de petróleo y, de manera más general, con una intensidad de uso de energía relativamente elevadas, como algunos productos farmacéuticos y algunos materiales utilizados en la conservación y el mantenimiento de la vivienda. Además, habida cuenta del destacado papel de

**Gráfico A Evolución de los precios del petróleo y tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense**

(EUR; USD; datos diarios)



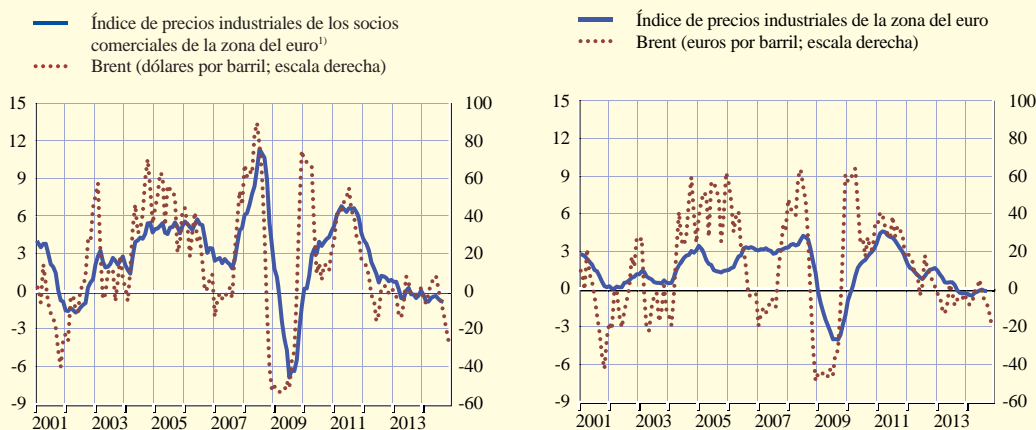
Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.

1 Para una explicación más detallada, véase el artículo titulado «Influencia de los factores globales en la evolución reciente de la inflación en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, junio de 2014.



## Gráfico B Evolución de los precios del petróleo y de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Bloomberg, Eurostat, OCDE y cálculos del BCE.

1) Como implica el tipo de cambio efectivo real del euro (tipo de cambio nominal frente a los 20 socios comerciales deflactado por los precios industriales relativos).

las importaciones como productos intermedios en los procesos de producción internos o como productos de consumo finales, las variaciones de los precios del petróleo pueden tener también efectos indirectos sobre la inflación de la zona del euro si provocan cambios en los precios de producción de las economías de los socios comerciales. El gráfico B presenta la amplia correlación entre los precios del petróleo y los precios industriales. Tanto los precios de producción de los socios comerciales de la zona del euro, que conforman los precios de importación de la zona del euro, como los de los productores de la economía interna de la zona del euro tienden a seguir la evolución de los precios del petróleo con un cierto desfase.

### Cálculo del papel cuantitativo de los efectos indirectos

Por su propia naturaleza, resulta difícil precisar en datos los efectos indirectos sobre la inflación de los precios de consumo, y la cuantificación de su impacto está rodeada de cierto grado de incertidumbre. Esto se debe a su carácter más prolongado en el tiempo, así como al hecho de que los costes de los productos intermedios del petróleo o derivados son solamente uno de los factores que intervienen en las decisiones de fijación de precios de las empresas y a que también pueden influir otras cuestiones como las consideraciones estratégicas respecto a los competidores o la situación cíclica de la economía. La incertidumbre también se ve acrecentada por la posibilidad de que los efectos indirectos de los precios del petróleo queden difuminados por factores que los compensen o favorezcan, como la evolución de los tipos de cambio o del crecimiento de la economía mundial.

Según un estudio realizado por los expertos del Eurosistema en 2010 y basado en modelos macroeconómicos, en los niveles de precios del petróleo entonces observados, de 60-80 dólares estadounidenses el barril, aproximadamente dos tercios del impacto de los precios del petróleo sobre la inflación de los precios de consumo se debería a los efectos indirectos sobre el componente energético del IAPC, mientras que alrededor de un tercio sería atribuible a los efectos sobre la inflación medida por el IAPC, excluida la energía<sup>2</sup>. Más concretamente, se estimó que un 10 % de variación de los precios del

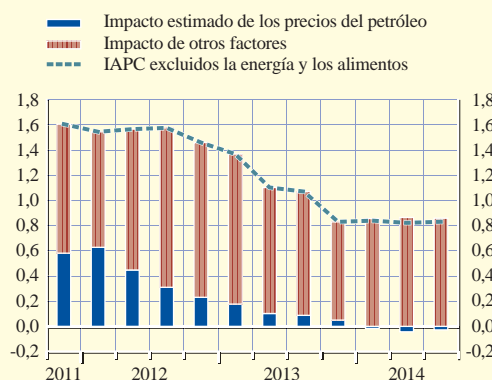
petróleo daría lugar a un impacto de 0,4 puntos porcentuales a través de los efectos directos sobre el componente energético —gran parte del cual se produciría de manera relativamente rápida— y a un impacto de alrededor de 0,2 puntos porcentuales a través de otros componentes del IAPC en un período de hasta tres años.

En este contexto, un ejercicio contrafactual basado en tales elasticidades sugiere que pueden atribuirse a los precios del petróleo aproximadamente 0,6 puntos porcentuales del descenso de 0,9 puntos porcentuales de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, desde finales de 2011 (véase gráfico C). Esto refleja, sobre todo, la desaparición del impacto alcista asociado a la subida de los precios del petróleo hasta ese momento. Como en este ejercicio el impacto se estima sobre la base del IAPC, excluidos la energía y los alimentos, no se consideran los efectos directos sobre el componente energético.

Una manera de calcular la presencia de efectos indirectos más orientada a los datos es centrarse en aquellos componentes del IAPC, excluidos la energía y los alimentos, que tienen más probabilidad de verse afectados por la evolución de los precios del petróleo. Del conjunto de componentes disponible, los componentes mencionados se seleccionan mediante regresiones simples de las variaciones intertrimestrales del componente individual del IAPC que incorporan un término autorregresivo y los retardos relevantes de los cambios en los precios del petróleo. El gráfico D presenta la evolución del agregado del IAPC que comprende los componentes en los que se encontraron importantes efectos retardados de los precios del petróleo<sup>3</sup>. Estas partidas tienen un peso de aproximadamente el 10 % del

**Gráfico C Impacto estimado de la evolución de los precios del crudo sobre la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos**

(tasas de variación interanual y contribuciones)



Fuentes: Cálculos de del BCE basados en modelos macroeconómicos del Eurosistema — véase pie de página 2.

2 Véase «Oil prices – their determinants and impact on euro area inflation and the macroeconomy», Boletín Mensual, BCE, Fráncfor del Meno, agosto de 2014. Debido al importante papel desempeñado por los impuestos especiales en la inflación de los precios de la energía, el impacto de una determinada variación de los precios del petróleo sobre la tasa de crecimiento de los precios de la energía es mayor si el precio del petróleo aumenta. Por tanto, unos precios más altos (o más bajos) del petróleo tienden a incrementar (o disminuir) la importancia relativa de los efectos directos en el impacto global. Se utilizan tres enfoques complementarios para estimar el impacto de los efectos indirectos y de segunda vuelta: i) un análisis de la tabla *input-output*, ii) un modelo de vectores autorregresivos estructurales (VAR), y iii) modelos macroeconómicos utilizados por el Eurosistema. En la práctica, resultó difícil desligar los efectos indirectos de los efectos de segunda vuelta, pero el impacto de estos últimos parece haberse atenuado con el tiempo, con toda probabilidad debido a los cambios en el proceso de determinación de los salarios (indexación salarial menos automática) y al anclaje de las expectativas de inflación mediante la política monetaria.

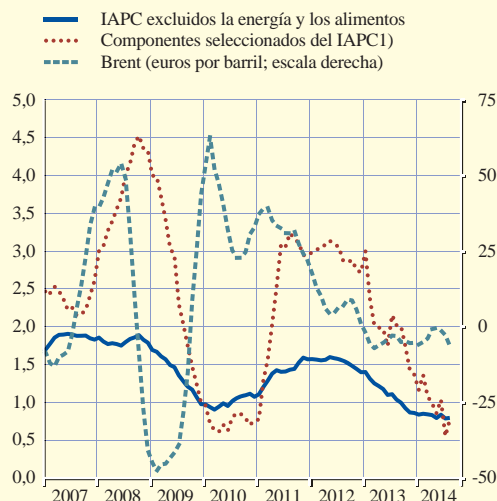
3 Las partidas seleccionadas del componente de bienes industriales no energéticos comprenden: i) artículos no duraderos para el hogar (056100), ii) productos para la conservación y mantenimiento de la vivienda (043100), iii) animales domésticos y productos relacionados (0934\_5), iv) piezas de repuesto y accesorios para vehículos privados (072100) y v) materiales de artículos de vestir (031100). Las partidas seleccionadas del componente de servicios comprenden, sobre todo, servicios relacionados con el transporte, en particular: i) otras compras de servicios de transporte (073600), ii) transporte de pasajeros por carretera (073200), iii) otros servicios relacionados con la vivienda (n.c.o.p.) (044400), iv) transporte de pasajeros por mar y por vías navegables interiores (073400), v) transporte aéreo de pasajeros (073300), y vi) vacaciones organizadas (096000). Estas partidas se eligieron por su vínculo con las variaciones de los precios del petróleo. Se estimó un modelo autorregresivo relativamente sencillo (y parcial) con retardos distribuidos para cada uno de los 93 subcomponentes detallados del IAPC i en cada uno de los países de la zona del euro, durante el período muestral 2000-2014,  $IAPC_{i,p,t}^{qq} = f(IAPC_{i,p,t-1}^{qq}, PETRÓLEO_{i,t}^{qq}; PETRÓLEO_{i,t-4}^{qq})$ , donde IAPC representa la tasa de variación intertrimestral del componente del IAPC desestacionalizado i en el país p en el momento t, y PETRÓLEO representa la tasa de variación intertrimestral de los precios del petróleo (en euros) en el momento t. Debido a las correlaciones entre los precios de las materias primas, puede suceder que esta metodología también capte los efectos de los precios de otras materias primas, como los alimentos y las materias primas industriales.

IAPC, excluidos la energía y los alimentos. Sin embargo, dada su mayor amplitud, han contribuido aproximadamente en un 25 % al descenso de las tasas de variación interanual de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, durante los dos últimos años.

En general, además de los efectos a la baja, bastante significativos e inmediatamente visibles, de los recientes descensos de los precios del petróleo sobre el componente energético del IAPC, también es razonable esperar impactos bajistas en otros componentes del IAPC a través de los efectos indirectos. La magnitud y el momento precisos de estos efectos son, por lo general, inciertos. No obstante, al igual que los efectos directos, los efectos indirectos sobre la tasa de variación interanual de los precios deberían, en principio, ser transitorios y estar relacionados con el período de ajuste a los cambios en los precios del petróleo. Por tanto, no deberían influir en la inflación de forma sostenida. Sin embargo, es importante que dichos elementos transitorios no dejen sentir sus efectos en las expectativas de inflación a largo plazo y no incidan de forma más duradera en el proceso de determinación de precios y salarios, a través de los efectos de segunda vuelta.

**Gráfico D Evolución de los precios del petróleo, IAPC excluidos la energía y los alimentos, y componentes seleccionados del IAPC**

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Estos componentes del IAPC son muy sensibles a las variaciones de los precios del petróleo. Véase el pie de página 3 para una explicación más detallada.

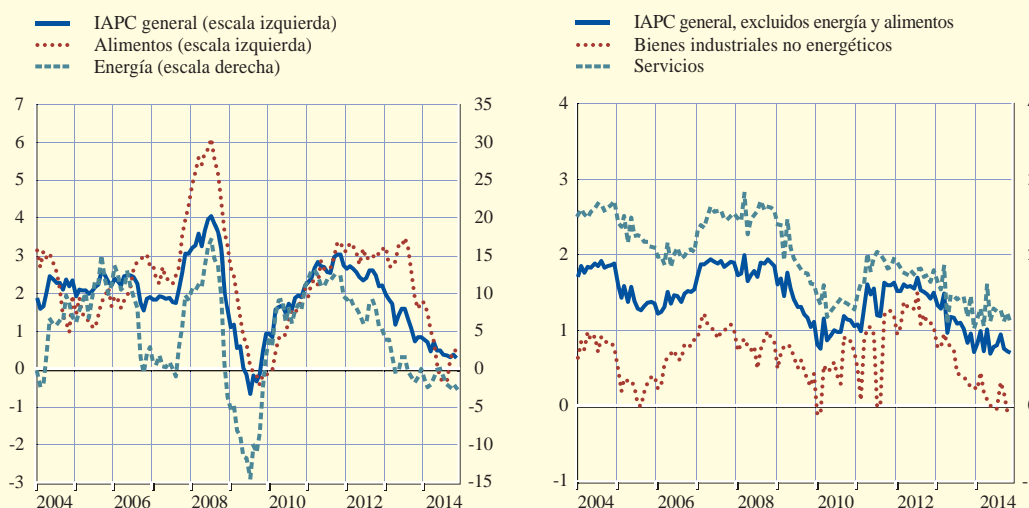
### 3.2 PRECIOS INDUSTRIALES

Las presiones latentes sobre los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos se estabilizaron en niveles bajos en 2014, como consecuencia de la debilidad de la demanda y de la contenida evolución de los precios de la energía y de las materias primas no energéticas. Un indicador adelantado razonablemente bueno de la inflación de precios de los bienes industriales no energéticos es el componente de bienes de consumo no alimenticio del índice de precios industriales (IPRI). Desde comienzos de 2013, la tasa de variación interanual de este componente ha oscilado en torno a niveles justo por encima de cero. Los precios de producción de los bienes intermedios, así como los precios del crudo y de otras materias primas en euros, indican una evolución igualmente contenida en las primeras fases de la cadena de precios industriales. Si los patrones históricos se confirman, la estabilización de la inflación de los precios de producción en 2014 sería acorde con la estabilización, o ligero aumento, de los precios de los bienes industriales no energéticos en el futuro. Los datos más recientes indican que, en octubre, la tasa de crecimiento de los precios industriales, excluida la construcción, se mantuvo en valores negativos (-1,3%, frente al -1,4% de septiembre), mientras que la tasa de variación interanual de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio se mantuvo sin cambios en el 0,2% (véanse cuadro 9 y gráfico 43).

A diferencia de los bienes de consumo no alimenticio, las presiones latentes sobre los precios de consumo de los alimentos se han debilitado ligeramente en 2014. En las últimas fases de la cadena de precios, la tasa de variación interanual de los precios de producción de bienes de consumo alimenticio fue descendiendo gradualmente, situándose en territorio negativo desde julio. En las primeras fases, la información

Gráfico 42 Desagregación del IAPC por principales componentes

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



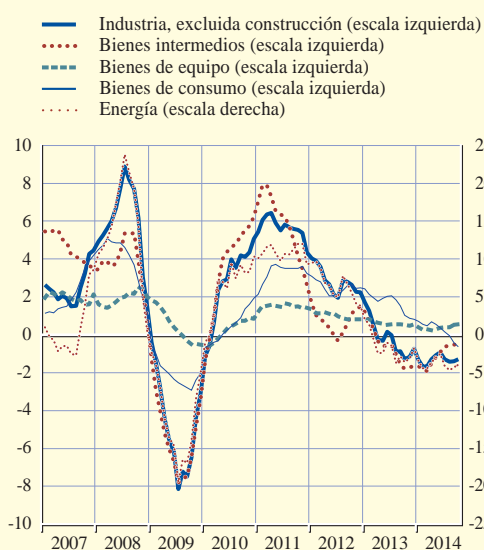
Fuente: Eurostat.

sobre las presiones latentes es algo dispar. Por un lado, el ritmo de avance interanual de los precios agrícolas en origen de la zona del euro continuó retrocediendo (con una tasa de crecimiento interanual negativa del 9,6% en octubre), mientras que, por otro lado, los precios internacionales de las materias primas alimenticias en euros repuntaron en los últimos meses.

Desde una perspectiva sectorial, la evidencia basada en encuestas confirma también las débiles presiones latentes. Según el índice de directores de compras (PMI), los índices de precios de los bienes intermedios de los sectores manufacturero y de servicios han descendido de manera gradual en 2014, mientras que los índices de precios de venta han fluctuado ligeramente (véase gráfico 44). Los cuatro índices se sitúan por debajo de sus medias de largo plazo y, con la excepción del índice de precios de los bienes intermedios del componente de servicios, son algo inferiores al umbral de 50, lo que indica que los precios están aumentando. Las expectativas de los precios de venta derivadas de la encuesta de opinión de la Comisión Europea para el conjunto de la industria (excluida la construcción) y para el sector de servicios también continúan oscilando en niveles inferiores a sus medias de largo plazo. Como consecuencia, los recientes indicadores de opinión no sugieren cambios sustanciales en las perspectivas de baja inflación durante los próximos meses.

Gráfico 43 Desagregación de los precios industriales

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

### 3.3 INDICADORES DE COSTES LABORALES

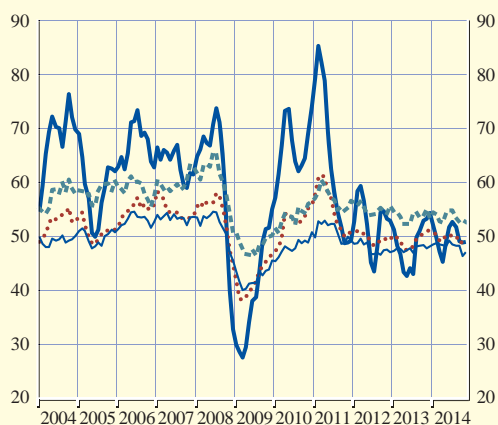
La evolución de los costes laborales se ha ralentizado ligeramente en 2014 en comparación con los dos años anteriores, durante los cuales las presiones salariales fueron relativamente estables, aunque débiles (véanse cuadro 10 y gráfico 45). El patrón de crecimiento salarial en la zona del euro continúa ocultando divergencias sustanciales en la evolución de los salarios entre países. En determinados países, la ligera presión general de los costes derivada de los salarios es consecuencia no solo de la debilidad de la demanda laboral, sino también del impacto de las reformas estructurales encaminadas a eliminar rigideces con el fin de impulsar la competitividad.

Entre el primer trimestre de 2012 y el primer trimestre de 2014, la tasa de variación interanual de la remuneración por asalariado fluctuó dentro de una estrecha banda próxima al 2% (excepto en el cuarto trimestre de 2012, en el que se produjo una reducción de los salarios del sector público en algunos países en el contexto de las medidas de consolidación fiscal). En el segundo trimestre de 2014, dicha tasa disminuyó ligeramente, hasta el 1,3% frente al 1,7% del trimestre anterior, debido principalmente a la menor contribución del sector industrial incluida la construcción (véase gráfico 46). El crecimiento de los salarios, medido en términos de la remuneración por hora trabajada, aumentó hasta el 1,4% en el segundo trimestre de 2014, frente al 1,2% del trimestre anterior. La divergencia entre estos dos indicadores refleja un descenso de la tasa de crecimiento interanual de las horas trabajadas por persona ocupada. Los salarios negociados en la zona del euro crecieron a una tasa interanual del 1,9% en el segundo trimestre y del 1,7% en el tercer trimestre. El mayor ritmo de avance interanual de los salarios negociados respecto a la compensación por empleado sugiere, que en 2014, se ha producido una deriva salarial negativa en la zona del euro hasta la fecha.

**Gráfico 44 Encuestas sobre precios de los bienes intermedios y precios de producción**

(índices de difusión; datos mensuales)

- Sector manufacturero; precios de los bienes intermedios
- ..... Sector manufacturero; precios de venta
- - - Sector servicios; precios de los bienes intermedios
- Sector servicios; precios de venta



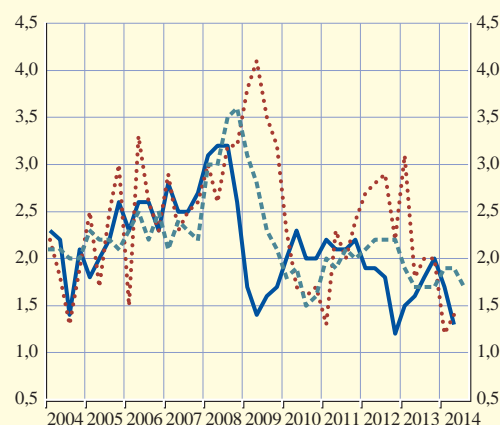
Fuente: Markit.

Nota: Un valor del índice superior a 50 indica un aumento de los precios, mientras que un valor inferior a 50 señala una disminución.

**Gráfico 45 Indicadores de costes laborales**

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)

- Remuneración por asalariado
- ..... Remuneración por hora trabajada
- - - Salarios negociados



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

**Cuadro 10 Indicadores de costes laborales**

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	2012	2013	2013 III	2013 IV	2014 I	2014 II	2014 III
Salarios negociados	2,2	1,8	1,7	1,7	1,9	1,9	1,7
Remuneración por asalariado	1,7	1,7	1,8	2,0	1,7	1,3	.
Remuneración por hora	2,7	2,2	2,0	2,0	1,2	1,4	.
<i>Pro memoria:</i>							
Productividad del trabajo	-0,2	0,3	0,4	0,8	1,0	0,4	.
Costes laborales unitarios	1,9	1,4	1,4	1,2	0,7	0,9	.

Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

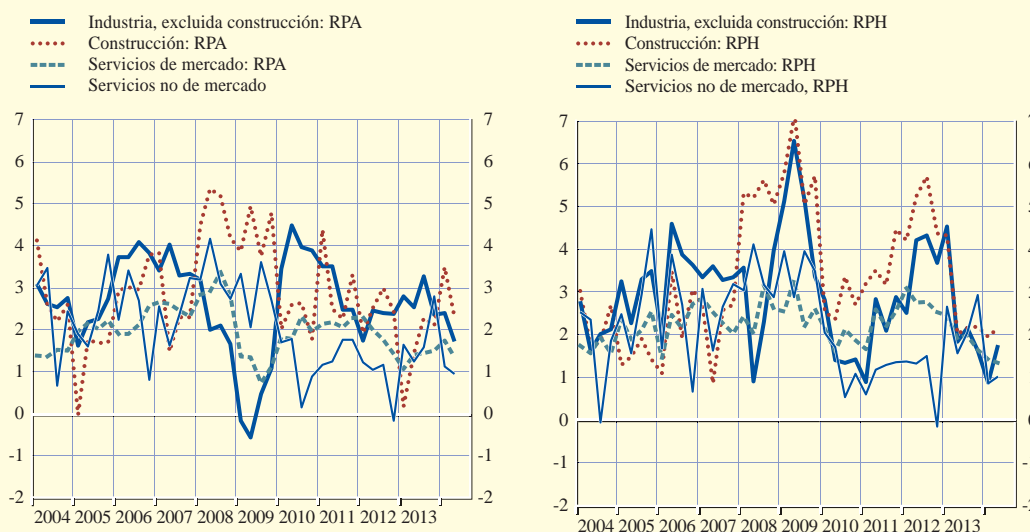
Hasta mediados de 2014 la tasa de variación interanual de los costes laborales unitarios se mantuvo en una tendencia a la baja, principalmente como consecuencia de un repunte de la productividad del trabajo y del debilitamiento del crecimiento salarial. Los últimos datos disponibles muestran que dicha tasa aumentó ligeramente hasta el 0,9% en el segundo trimestre de 2014, puesto que la ralentización del crecimiento de la productividad compensó con creces una nueva moderación del crecimiento de los salarios.

### 3.4 EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS EMPRESARIALES

En consonancia con la desaceleración de la actividad económica, la moderada recuperación de los beneficios (medidos en términos del excedente bruto de explotación) observada desde comienzos de 2013 se ralentizó significativamente en el segundo trimestre de 2014, hasta registrar una tasa de crecimiento interanual

**Gráfico 46 Evolución de los costes laborales por sectores**

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat, datos nacionales y cálculos del BCE.

Nota: RPA = remuneración por asalariado y RPH = remuneración por hora trabajada. Los «servicios no de mercado» incluyen actividades de las Administraciones Públicas y de instituciones privadas sin fines de lucro en áreas como educación o sanidad (aproximados por el agregado de las secciones O a Q de la clasificación NACE Revisión 2). Los «servicios de mercado» se definen como la diferencia restante con el total de servicios (secciones G a U de la clasificación NACE Revisión 2).



del 1,1%, frente al 2,3% del trimestre anterior (véase gráfico 47). Esta ralentización es consecuencia tanto de una mayor debilidad del crecimiento del PIB real, como de un descenso incluso más acusado de la tasa de variación de los beneficios por unidad de producto. Desde una perspectiva sectorial, refleja un menor crecimiento de los beneficios tanto en el sector industrial como en el sector de servicios de mercado. En el sector industrial, más sensible al ciclo económico, la tasa de variación interanual incluso registró valores negativos. La moderación del crecimiento del valor añadido y, sobre todo, la reducción de los beneficios por unidad derivada de la debilidad del entorno económico han dado lugar a un descenso interanual de los beneficios en el sector industrial, cuya tasa de crecimiento se situó en el 0,7% en el segundo trimestre, frente al 1,1% del primer trimestre (véase gráfico 48). En el sector de servicios de mercado, en el que los beneficios se habían recuperado de manera más significativa que en el sector industrial durante los dos años anteriores, el crecimiento de los beneficios se desaceleró en el segundo trimestre de 2014, hasta registrar una tasa del 1,3%, frente a tasas de aproximadamente el 2% en el trimestre anterior.

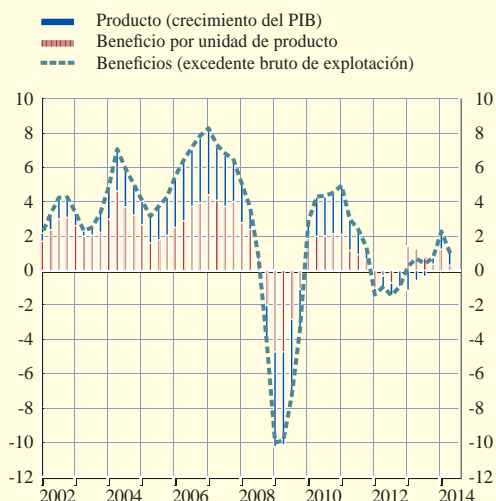
### 3.5 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

Las tasas de inflación han permanecido en niveles bajos durante un período considerable. Según la información disponible a mediados de noviembre, fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, se preveía que la inflación interanual medida por el IAPC se situaría en el 0,5% en 2014 y en el 0,7% en 2015. En cuanto a 2016, se esperaba un ligero repunte, hasta alcanzar el 1,3%, como consecuencia de una nueva recuperación de la actividad.

En lo que se refiere a los principales componentes del IAPC, las perspectivas contenidas en las previsiones de los expertos indicaban que la tasa de variación interanual de los precios de la energía permanecería

**Gráfico 47 Desagregación del crecimiento de los beneficios por producto y beneficio por unidad de producto en la zona del euro**

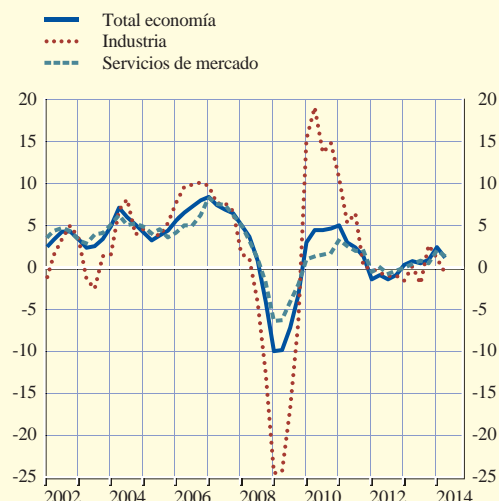
(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico 48 Evolución de los beneficios en la zona del euro por principales ramas de actividad**

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

firmemente en territorio negativo en los tres primeros trimestres de 2015, tras las fuertes caídas de los precios del petróleo observadas en los últimos meses. Dado que se preveía una ligera pendiente alcista de la curva de precios de los futuros del petróleo, la tasa de crecimiento de los precios de la energía debería tornarse ligeramente positiva a más tardar al cabo de un año, cuando la reciente caída de los precios del petróleo no se incluya en el cálculo de la tasa interanual.

Tras las favorables perturbaciones de oferta de alimentos en 2014, que moderaron los precios, se esperaba que el ritmo de avance de los precios de los alimentos no elaborados repuntara en la primera mitad de 2015 y se estabilizara en torno a su media histórica en la segunda mitad del año. Suponiendo una normalización de la oferta de alimentos no elaborados, se preveía que los efectos de base alcistas respaldarían la continuada tendencia al alza de las tasas de variación interanual observadas en los últimos meses.

Se esperaba un nuevo descenso de la tasa de crecimiento de los precios de los alimentos elaborados en los próximos meses, debido a la transmisión de las recientes caídas de los precios agrícolas en origen en Europa. Suponiendo un incremento de los precios de las materias primas y efectos de base alcistas, se preveía su recuperación gradual a lo largo de 2015.

Las previsiones indicaban que el ritmo de avance de los precios de los bienes industriales no energéticos se mantendría contenido en los próximos meses, antes de repuntar de manera gradual a partir del segundo trimestre de 2015, respaldado por la transmisión del descenso del tipo de cambio del euro, junto con la mejora de la demanda de consumo en algunos países. Se esperaba que la tasa media de variación interanual en 2015 fuera ligeramente inferior a la media de largo plazo del 0,7 %.

Se preveía que la tasa de crecimiento de los precios de los servicios permanecería en niveles moderados, antes de aumentar hacia finales de 2015. El repunte esperado en el ritmo de avance de los precios de los servicios reflejaba los incrementos previstos en el crecimiento de los salarios, junto con la recuperación gradual de la actividad económica.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios en el medio plazo serán objeto de un estrecho seguimiento, en particular, las posibles repercusiones de la moderación de la dinámica de crecimiento, los acontecimientos geopolíticos, la evolución de los tipos de cambio y de los precios de la energía, y la transmisión de las medidas de política monetaria. En vista de los nuevos descensos de los precios del petróleo en las últimas semanas, las tasas de inflación interanual medida por el IAPC podrían experimentar movimientos adicionales a la baja en los próximos meses. Se prestará especial atención al impacto más general de la reciente evolución de los precios del petróleo sobre las tendencias de la inflación a medio plazo en la zona del euro.

## 4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El PIB real de la zona del euro aumentó un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de este año, en línea con anteriores señales de debilitamiento de la dinámica de crecimiento de la zona del euro, que se tradujeron en una revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento del PIB real de la zona del euro en las predicciones más recientes. Los últimos datos y la evidencia procedente de las encuestas disponibles hasta noviembre confirman este panorama de crecimiento más débil en los próximos meses. Al mismo tiempo, siguen manteniéndose las perspectivas de una recuperación económica moderada. Por una parte, las medidas de política monetaria, las continuas mejoras en la situación financiera, los progresos realizados en materia de consolidación fiscal y de reformas estructurales, así como unos precios de la energía considerablemente más bajos que sostienen la renta real disponible, deberían respaldar la demanda interna. Además, la demanda de exportaciones debería verse favorecida por la recuperación mundial. Por otra parte, es probable que el elevado desempleo, la considerable capacidad productiva sin utilizar y los necesarios ajustes de los balances en los sectores público y privado sigan frenando la recuperación.

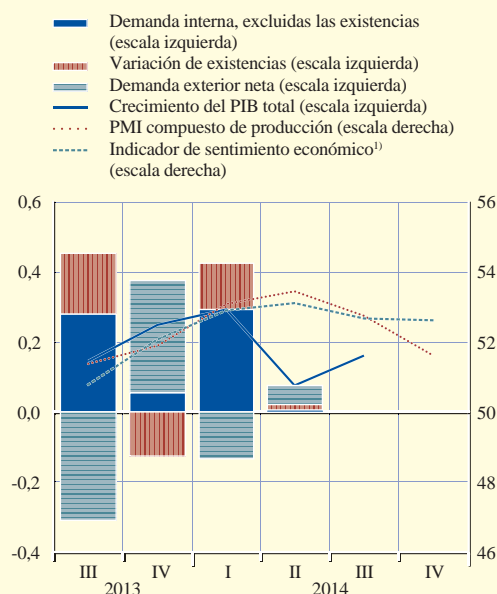
Estos elementos se reflejan en las proyecciones macroeconómicas de diciembre 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, que prevén que el PIB real aumente un 0,8% en 2014, un 1% en 2015 y un 1,5% en 2016. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de septiembre 2014 elaboradas por los expertos del BCE, las previsiones de crecimiento del PIB real se han revisado considerablemente a la baja. Las revisiones a la baja afectaron a las proyecciones tanto de la demanda interna como de la demanda exterior neta. Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja.

### 4.1 PIB REAL Y COMPONENTES DE LA DEMANDA

Según la estimación preliminar de Eurostat, el PIB real aumentó un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2014 (véase gráfico 49), el sexto trimestre consecutivo de crecimiento positivo, aunque moderado, del producto. El producto registró un incremento en el tercer trimestre en la mayoría de los principales países de la zona del euro. Aunque a la fecha de cierre del presente Boletín Mensual no se disponía de una desagregación del gasto, los datos correspondientes a los países y los indicadores de corto plazo disponibles sugieren que el consumo privado siguió fortaleciéndose y contribuyó positivamente al crecimiento, mientras que la inversión cayó y, por lo tanto, su contribución fue negativa. La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento fue prácticamente neutral, ya que las exportaciones pueden haberse visto favorecidas por el repunte del comercio mundial y la depreciación del tipo de cambio del euro. En términos de valor añadido, parece que la positiva contribución del sector servicios se vio contrarrestada en parte por la contribución negativa de la industria, excluida la construcción.

**Gráfico 49 Crecimiento del PIB real y contribuciones, PMI compuesto de producción e indicador de sentimiento económico**

(tasa de crecimiento intertrimestral; contribuciones trimestrales en puntos porcentuales; índices; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat, Markit, encuestas de opinión de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: La última observación para el crecimiento del PIB total se refiere a la estimación preliminar de Eurostat.

1) El indicador de sentimiento económico está normalizado con la media y la desviación típica del PMI durante el período que se muestra en el gráfico.

El crecimiento del producto en el tercer trimestre aumentó en comparación con el trimestre anterior, pero reflejó, en cierta medida, factores transitorios y técnicos relacionados con las tardías fechas de las vacaciones escolares en partes de Europa, que tuvieron un efecto moderador sobre el crecimiento. Otro factor moderador fueron las tensiones geopolíticas, en particular la situación en Ucrania y en Rusia. La actividad empresarial se vio afectada directamente por la cancelación de pedidos, así como por el efecto de contagio de una disminución de la confianza y de un incremento de la incertidumbre

Los resultados de las encuestas correspondientes a octubre y noviembre mostraron una evolución bastante dispar. Mientras que el indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea se situó, en promedio, en un nivel similar al del tercer trimestre, el índice compuesto de producción (PMI) registró un descenso con respecto al trimestre anterior. Sin embargo, los niveles de ambos indicadores siguen estando en línea con un crecimiento positivo, aunque moderado, en el último trimestre de este año. Se prevé que el crecimiento esté respaldado por la orientación acomodaticia de la política monetaria y por el avance realizado hasta la fecha en materia de consolidación fiscal y de reformas estructurales. Además, se espera que la caída de los precios de las materias primas y la depreciación del tipo de cambio del euro también sostengan el crecimiento a través de ganancias en la renta disponible y de una mayor demanda de exportaciones. No obstante, es probable que el crecimiento siga viéndose frenado por el elevado desempleo, la considerable capacidad productiva sin utilizar y los necesarios ajustes en los balances de los sectores público y privado (véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro»).

### CONSUMO PRIVADO

El consumo privado se incrementó un 0,3 % en el segundo trimestre de 2014, continuando la tendencia de crecimiento moderado que se inició en el segundo trimestre de 2013. Este incremento fue consecuencia del alza registrada en el consumo de bienes al por menor y en la adquisición de automóviles. Al mismo tiempo, la contribución del consumo de servicios al gasto en consumo fue prácticamente neutral. La evolución reciente de los indicadores de corto plazo y de las encuestas es, en general, coherente con una continuación del positivo crecimiento del gasto de los hogares en el segundo semestre de este año.

Si se considera un período algo más largo, la mejora de la dinámica subyacente del consumo privado que se inició en el segundo trimestre de 2013 ha reflejado en gran medida la evolución de la renta real disponible. La renta agregada, que durante un período prolongado se ha visto afectada negativamente por la caída del empleo, se ha beneficiado de forma creciente de la estabilización y ligera mejora de los mercados de trabajo, así como de una moderación de la carga fiscal. Además, la baja inflación, que, a su vez, es atribuible fundamentalmente al descenso de los precios de la energía, ha favorecido a las rentas reales. Sin embargo, más recientemente, el crecimiento de la renta disponible nominal de los hogares, en términos anuales, se ha desacelerado, desde el 2,5 % del cuarto trimestre de 2013, hasta el 0,8 % del segundo trimestre de este año. Esta desaceleración se debe, en gran medida, a la menor contribución de los trabajadores autónomos al crecimiento de la renta. Unas transferencias netas más reducidas, reflejo, en parte, del funcionamiento del sistema impositivo y de prestaciones sociales, también contribuyeron a la reducción del crecimiento de la renta. En un contexto de debilidad de la dinámica de los precios, el crecimiento de la renta real fue estable en el segundo trimestre de este año si se compara con un año antes, disminuyendo 0,3 puntos porcentuales con respecto al trimestre anterior y un 1,6 % en relación con el último trimestre del año pasado. Debido a que el crecimiento del consumo nominal continuó aumentando y superó el crecimiento de la renta, la tasa de ahorro de los hogares registró un descenso de 0,2 puntos porcentuales en el segundo trimestre, hasta situarse en el 12,9 %, por lo que siguió fluctuando en torno a un nivel reducido.

Por lo que respecta a la dinámica a corto plazo del gasto en consumo, los indicadores tanto cuantitativos como cualitativos sugieren, en general, un crecimiento continuado en el tercer trimestre, mientras que las perspectivas para el cuarto trimestre son más dispares. Aunque las ventas de comercio al por menor se incrementaron un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre, y un 0,4 %, en tasa intermensual, en octubre, en ese mes se situaron, sin embargo, un 0,1 % por debajo del nivel observado en el tercer trimestre. Si bien el PMI del comercio al por menor se elevó también entre septiembre y octubre, se mantuvo por debajo de 50, el umbral de expansión. Al mismo tiempo, el indicador de confianza del comercio al por menor de la Comisión Europea se situó ligeramente por encima de su media de largo plazo en octubre y en noviembre, más o menos en un nivel similar al del trimestre precedente. Además, las matriculaciones de automóviles registraron un avance cercano al 0,4 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre, y siguieron aumentando, en tasa intermensual, en octubre, hasta situarse más de un 2 % por encima del nivel medio correspondiente al tercer trimestre, señalando con ello un inicio positivo para el cuarto trimestre. Finalmente, la confianza de los consumidores de la zona del euro, que ofrece una guía razonablemente buena de la evolución tendencial del gasto de los hogares, descendió entre octubre y noviembre, reanudando así su tendencia a la baja iniciada en mayo de este año (véase gráfico 50). La caída de la confianza de los consumidores que se ha producido en los seis últimos meses refleja la valoración de los hogares de las perspectivas del desempleo y de la situación económica general. La valoración relativa a la situación financiera y al ahorro futuro solo se ha deteriorado ligeramente. La evolución de los distintos países de la zona del euro ha sido bastante dispar, pero en todos los más grandes se ha observado un descenso en la confianza de los consumidores con respecto a mayo.

## INVERSIÓN

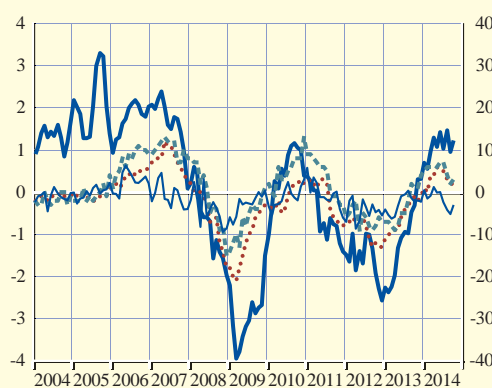
El crecimiento de la formación bruta de capital fijo se interrumpió en el segundo trimestre de 2014, tras cuatro trimestres consecutivos de avance. Como resultado, la inversión real en relación con el PIB retrocedió hasta situarse en el nivel más bajo registrado desde el inicio de la crisis (véase también el recuadro 4). La inversión total cayó un 0,9 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre. Aunque no se dispone de una desagregación trimestral de la inversión, los datos de producción sugieren que tanto la inversión, excluida la construcción, como la inversión en construcción también disminuyeron. La caída de la inversión en construcción parece haber tenido su origen en un descenso de la construcción de viviendas y de la obra civil, atribuible a un efecto compensador de la actividad en el primer trimestre, que fue mayor de lo habitual debido a las favorables condiciones meteorológicas en varios países de la zona del euro.

En el tercer trimestre, la debilidad de la inversión total parece haber continuado, poniéndose de manifiesto en un incremento muy moderado de la producción de bienes de equipo en un entorno en el que la utilización de la capacidad productiva en las manufacturas se mantuvo por debajo de su media de largo plazo. Al mismo tiempo, la producción de la construcción siguió descendiendo.

**Gráfico 50 Ventas del comercio al por menor, PMI del comercio al por menor e indicadores de confianza**

(datos mensuales)

- Total ventas del comercio al por menor<sup>1)</sup> (escala izquierda)
- ... Confianza de los consumidores<sup>2)</sup> (escala derecha)
- - - Confianza comercio al por menor<sup>3)</sup> (escala derecha)
- Ventas según el PMI<sup>3)</sup> frente a las del mes anterior (escala derecha)



Fuentes: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea, Markit y cálculos del BCE.

- 1) Tasas de variación interanual; medias móviles de tres meses; datos ajustados por días laborables; incluido el combustible.
- 2) Saldos netos; datos desestacionalizados ajustados a la media.
- 3) Índice de directores de compras; desviaciones del valor 50.

En cuanto al cuarto trimestre de 2014, los indicadores disponibles señalan un repunte muy moderado de la inversión, sobre todo debido a la inversión, excluida la construcción. Este panorama se ve respaldado por un reducido crecimiento, unos beneficios crecientes y un acceso algo más favorable a la financiación, según la encuesta sobre préstamos bancarios del BCE llevada a cabo en octubre. Sin embargo, se prevé que la recuperación de la inversión sea débil, como consecuencia del sostenido desapalancamiento observado en las empresas y de la capacidad productiva sin utilizar que aún existe, pues se espera que la tasa de utilización de la capacidad productiva en las manufacturas permanezca por debajo de su media de largo plazo en el cuarto trimestre de 2014. Además, la confianza industrial se mantuvo contenida y las expectativas de producción en el sector de bienes de equipo disminuyeron, en promedio, en octubre y noviembre, en comparación con el tercer trimestre del año. Para finales de 2014 y principios de 2015, las principales encuestas relativas a la construcción siguen apuntando a una actividad constructora débil o en descenso, dado que el PMI de producción de la construcción y el indicador de confianza de la construcción de la Comisión Europea se mantienen claramente por debajo de sus medias de largo plazo. Los últimos datos relativos a los visados de obra nueva y a la cartera de pedidos de la construcción en algunos de los principales países de la zona del euro también han mostrado un ligero descenso. Es probable que los ajustes en curso en los mercados de la vivienda de muchos países de la zona y los *stocks* de viviendas infrautilizados sigan limitando la actividad en el sector.

A medio plazo, se prevé una mejora gradual de la inversión total, como consecuencia de la mejora de la demanda, los beneficios y la renta de los hogares, de mejores condiciones de financiación y de una menor consolidación fiscal. Según la encuesta semestral de inversión de la Comisión Europea, publicada en noviembre, se espera que la inversión industrial registre un crecimiento del 3 % en 2015, desde el 2 % correspondiente a 2014.

#### Recuadro 4

### LA ACTUAL DEBILIDAD DE LA INVERSIÓN EN LA ZONA DEL EURO COMPARADA CON CRISIS ANTERIORES

La actual debilidad de la inversión en la zona del euro es acusada vista en un contexto histórico. En este recuadro se compara la tendencia de la inversión —así como de algunas variables macroeconómicas relacionadas— con la experiencia de anteriores crisis «financieras» y «sistémicas»<sup>1</sup>. En general, la recuperación de la inversión observada hasta la fecha ha sido considerablemente menos pronunciada que en pasadas crisis financieras, pero más similar a la contemplada tras crisis sistémicas.

#### Comparación con crisis financieras y sistémicas anteriores

El nivel de la inversión real en la zona del euro (representada por la línea de pequeños puntos rojos en el gráfico A) se encuentra actualmente por debajo del nivel general registrado después de las recesiones «medias» y de un gran número de crisis financieras no sistémicas globales previas. No obstante, la contracción total de la inversión durante el reciente período de crisis es prácticamente comparable con

1 El conjunto de crisis financieras al que se hace referencia incluye 11 crisis asociadas a tensiones en el sector bancario durante los años ochenta y noventa, como las crisis bancarias de Gran Bretaña (1973), Grecia e Italia (1992), y Japón (1996). En comparación, las crisis sistémicas abarcan cinco grandes crisis de gran escala en España (1977), Noruega (1987), Finlandia (1991), Suecia (1991) y Japón (1992). Véase C.M. Reinhart y K.S. Rogoff, «Is the 2007 US Sub-prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison», *The American Economic Review*, vol.98, nº 2, mayo de 2008. Obsérvese que el término «ciclo medio» se refiere a todas las demás recesiones registradas en los países de la OCDE desde 1970; es decir, aquellas que no están asociadas a crisis financieras o sistémicas. Además, es preciso ser cautos ya que las crisis sistémicas representan una muestra muy pequeña de las crisis y se han visto influidas por factores especiales, como cambios fundamentales en la política relacionados con la liberalización financiera o con la relajación de la regulación prudencial.



la reducción media registrada en las crisis sistémicas. Mientras tanto, el patrón de la recuperación actual es bastante diferente, al caracterizarse esta crisis por una doble recesión. Aunque inicialmente la inversión cayó de manera más acusada que en anteriores crisis sistémicas, el primer mínimo cíclico fue menos profundo que en una crisis sistémica típica. Además, tras el mínimo de 2010, la inversión comenzó a recuperarse a un ritmo similar al observado tras recesiones normales. Pero menos de dos años después, el avance se vio frenado por el inicio de la crisis de la deuda soberana, cuando el nivel de inversión volvió a contraerse. Desde entonces, apenas hay evidencia de que se haya recuperado (gráfico A). Por consiguiente, el nivel de inversión se sitúa actualmente cerca de un 20 % por debajo del nivel de 2008.

#### Factores coincidentes con la debilidad actual de la inversión

En comparación con anteriores crisis financieras y sistémicas, la lenta recuperación de la inversión observada durante la crisis más reciente ha coincidido con una serie de condiciones económicas únicas.

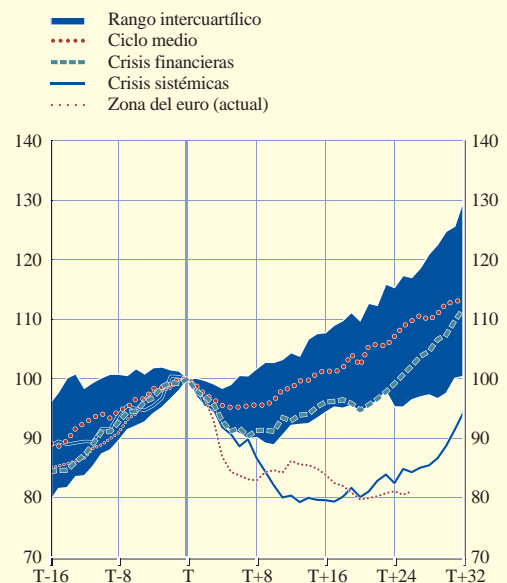
En primer lugar, el gasto en inversión pública —incluida la inversión en infraestructura— se ha reducido como consecuencia de la consolidación fiscal y la necesidad de desapalancamiento de la deuda pública. Tras la aparición de la Gran Recesión, la ratio de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro se situó en niveles por encima del 90 %, muy superiores a los observados, en promedio, en crisis anteriores (gráfico B). Este hecho limitó el margen de la política fiscal —ya reducido— para estimular la inversión y llevó a los Gobiernos a consolidar las finanzas públicas en una etapa relativamente temprana.

En segundo lugar, en línea con crisis sistémicas anteriores, la inversión en vivienda se contrajo significativamente, pero aún no se observa prácticamente ninguna señal de recuperación (véase gráfico C). Cabe señalar que el nivel inicial tomado como referencia, es decir, el nivel máximo de crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2008, refleja la insostenible inversión en vivienda anterior a la crisis en varios países de la zona del euro. Además, se prevé que el ajuste en curso en la inversión en vivienda continúe durante algún tiempo, ejerciendo una presión a la baja sobre la inversión total.

En tercer lugar, la débil dinámica de la inversión empresarial durante la crisis de la deuda soberana podría estar relacionada en parte con el patrón de las exportaciones<sup>2</sup>. A raíz de la recesión global sincronizada, las exportaciones se redujeron significativamente en 2008 y, luego, se recuperaron de forma más gradual que después de recesiones normales (véase gráfico D). En general, las crisis financieras y

**Gráfico A Tendencias de la inversión real después de episodios de crisis**

(índice)

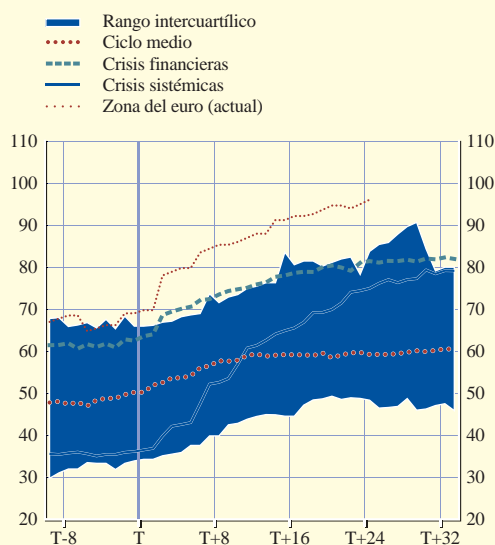


Fuentes: OCDE, Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: T representa el máximo de crecimiento del PIB en cada período anterior a las crisis. El último máximo se registró en el primer trimestre de 2008.

2 Para una discusión más detallada de los factores determinantes del descenso de la inversión, véase el recuadro titulado «Factors behind the fall and recovery in business investment», *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, abril de 2014.

Gráfico B Deuda pública después de episodios de crisis

(en porcentaje del PIB)

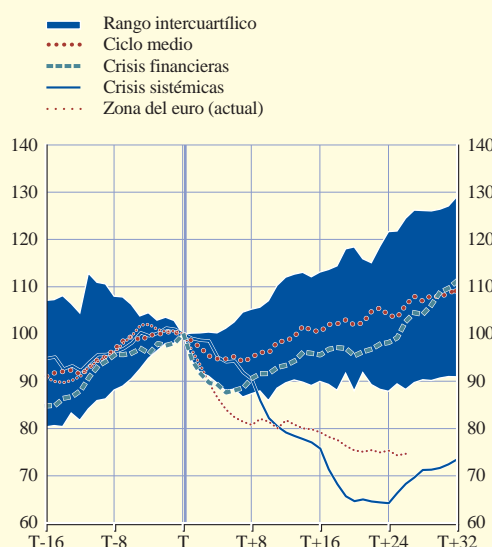


Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Nota: T representa el máximo de crecimiento del PIB en cada período anterior a las crisis. El último máximo se registró en el primer trimestre de 2008.

Gráfico C Nivel de inversión real en vivienda tras episodios de crisis

(índice)



Fuentes: OCDE, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: T representa el máximo de crecimiento del PIB en cada período anterior a las crisis. El último máximo se registró en el primer trimestre de 2008. Para las crisis anteriores, los datos relativos a la inversión en vivienda se han tomado de la base de datos de la OC-DE. En el caso de la crisis más reciente, se utilizan datos de Eurostat sobre inversión en vivienda en la zona del euro.

sistémicas anteriores estuvieron más localizadas geográficamente, y el crecimiento global, relativamente intacto, creó las bases para una recuperación más sólida liderada por las exportaciones.

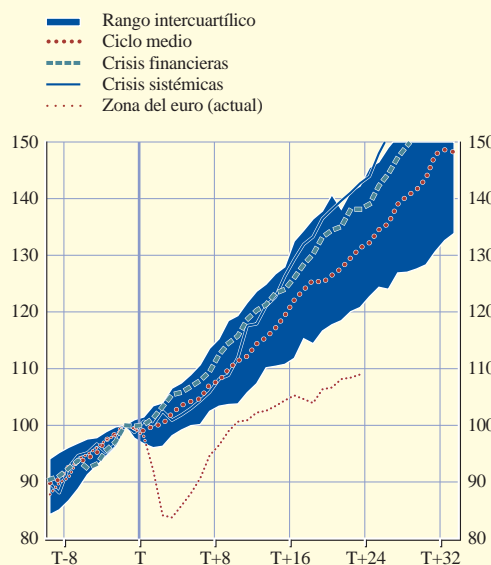
Por último, la elevada incertidumbre, incluida la relativa a las futuras políticas económicas de los Gobiernos nacionales, constituye un importante factor que frena la inversión en el entorno actual. Las encuestas sobre la incertidumbre acerca de las políticas económicas<sup>3</sup> en las cinco economías europeas más grandes muestran que esta ha crecido desde el inicio de la crisis y, en general, se ha mantenido en un nivel muy superior al de antes de la crisis. Sin embargo, debido a la falta de datos, no es posible comparar el grado actual de incertidumbre con recesiones anteriores.

Para una perspectiva de la crisis incluso más dilatada, la evolución reciente también puede compararse con la crisis más extrema de la época moderna; es decir, la Gran Depresión de los años treinta. Los datos de inversión para este período son escasos. Sin embargo, en el caso de Estados Unidos, Alemania y Reino Unido, puede decirse que el descenso de la inversión durante la crisis actual parece mucho menos pronunciado que en la Gran Depresión (véase gráfico E). Hay muchas explicaciones y teorías para ello. Por ejemplo, durante la Gran Depresión se produjeron una serie de quiebras bancarias que tuvieron un efecto más severo sobre la financiación de la inversión, así como un importante crac bursátil en Estados Unidos. Se argumenta que la Reserva Federal no logró contrarrestar el efecto contractivo de las quiebras bancarias y que su política monetaria restrictiva contribuyó a la profundidad

3 Por ejemplo, el índice de incertidumbre sobre la política económica, elaborado por N. Bloom et al., disponible en <http://www.policyuncertainty.com/>

**Gráfico D Nivel de exportaciones tras episodios de crisis**

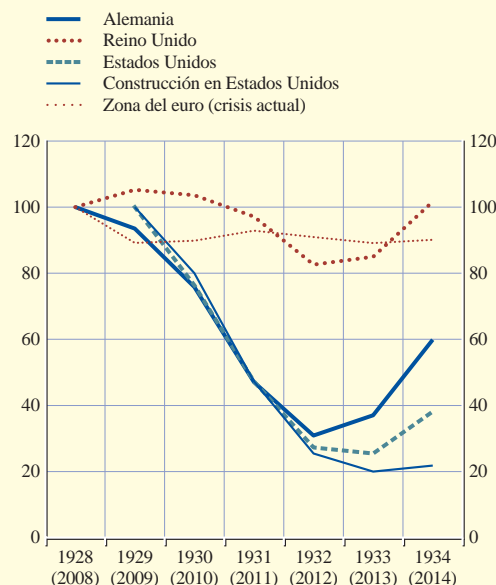
(índice)



Fuentes: OCDE, Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: T representa el máximo de crecimiento del PIB en cada período anterior a las crisis. El último máximo se registró en el primer trimestre de 2008.

**Gráfico E Inversión durante la Gran Depresión en algunos países**

(índice)



Fuentes: C. Berringer, *Sozialpolitik in der Weltwirtschaftskrise Die Arbeitslosenversicherungspolitik in Deutschland und Großbritannien im Vergleich 1928-1934*, Duncker & Humboldt, 1966; U.S. Department of Commerce Bureau of Economic Analysis.  
Notas: Para Alemania y Reino Unido se utiliza la inversión a precios corrientes ya que no se dispone de datos sobre la inversión real. Para Estados Unidos, la inversión es igual a 100 en 1929. El crecimiento de la inversión en la zona del euro en 2014 se obtiene extrapolando los datos para los dos primeros trimestres.

de esa crisis<sup>4</sup>. En comparación, la política monetaria aplicada por los principales bancos centrales desde 2008 ha sido muy acomodaticia.

### Conclusiones

La sustancial reducción de la inversión de la zona del euro constituye un fenómeno generalizado en todos sus componentes. La inversión pública se contrajo como resultado del muy limitado margen de maniobra fiscal. En cuanto a la inversión en vivienda, apenas se observan señales de recuperación y se prevé que el proceso de ajuste en marcha en el mercado de la vivienda siga siendo un importante factor de contracción. Además, la reducida inversión empresarial observada coincide con un comportamiento de las exportaciones excepcionalmente débil y una elevada incertidumbre relativa, entre otros asuntos, a las futuras políticas públicas.

De cara al futuro, dado al entorno de crecimiento moderado del producto y a la necesidad de continuar con el desapalancamiento en los sectores público y privado, es probable que la recuperación de la inversión siga siendo débil en el corto plazo<sup>5</sup>. La intensificación de las tensiones geopolíticas

<sup>4</sup> Véase, por ejemplo, F. Friedman y A. J. Schwartz, *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton, 1963.

<sup>5</sup> Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro», en el presente Boletín Mensual.

también representa un riesgo a la baja. Además, la recuperación de la inversión dependerá de reformas estructurales decididas que i) estimulen la actividad, ii) generen demanda de capital físico y iii) reduzcan las rigideces en los mercados de trabajo y productos, mejorando con ello las perspectivas de la zona del euro y creando las condiciones para una expansión económica más fuerte.

## CONSUMO PÚBLICO

Se prevé que el consumo público haya seguido creciendo a un ritmo lento en el tercer trimestre, realizando una pequeña contribución positiva a la demanda interna. Si se consideran las tendencias subyacentes de sus principales componentes, la remuneración de los empleados públicos, que representa casi la mitad del consumo público total, solo parece haber continuado aumentando marginalmente. Asimismo, el crecimiento de las transferencias sociales en especie, que incluyen partidas como el gasto en sanidad, parece haberse estabilizado en los últimos trimestres. De cara al futuro, la contribución del consumo público a la demanda interna se prevé que siga siendo limitada en los próximos trimestres, pues sigue siendo necesario adoptar nuevas medidas de consolidación en algunos países (véase sección 5).

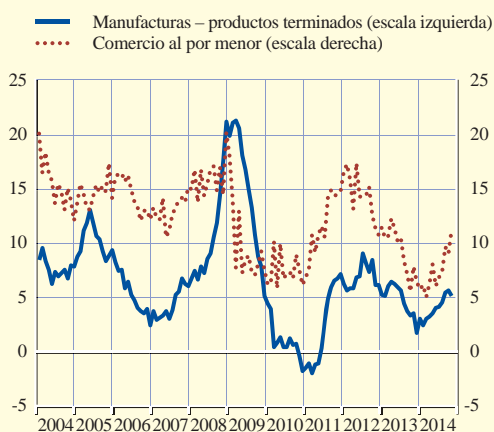
## EXISTENCIAS

La contribución media de la variación de existencias en los cinco últimos trimestres, es decir, durante la reciente fase de reducido crecimiento, ha sido cercana a cero. Esta evolución está prácticamente en consonancia con lo que sería de esperar si se tiene en cuenta el patrón de lento crecimiento que se observa actualmente en la zona del euro. Las encuestas más recientes de la Comisión Europea (disponibles hasta noviembre) indican que, en las manufacturas (productos terminados) y en el comercio al por menor, las empresas consideran que las existencias siguen siendo bastante reducidas en el tercer y cuarto trimestre, en comparación con las medias históricas, pese a los avances registrados a lo largo de 2014. (véase gráfico 51, panel a). Así, pues, a pesar de cierta volatilidad, es probable que se produzca, en general, una

**Gráfico 51 Existencias de la zona del euro**

### a) Percepción de los niveles de existencias

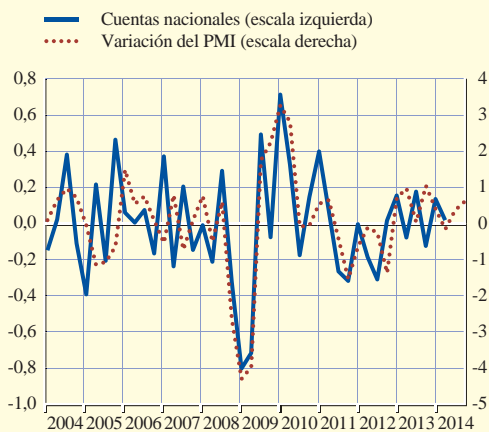
(saldos netos; datos desestacionalizados y no ajustados por días laborables)



Fuentes: Encuestas de opinión de la Comisión Europea.

### b) Variación de existencias: percepción y contribuciones al crecimiento del PIB

(variación de los índices de difusión; puntos porcentuales)



Fuentes: Markit, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Cuentas nacionales: contribución de la variación de existencias al crecimiento intertrimestral del PIB real. PMI: media de la variación absoluta de las existencias de productos intermedios y terminados en las manufacturas.

reposición de existencias neutral o moderada a finales de 2014, a medida que se recupere la economía. Además, los últimos datos de la encuesta PMI (disponibles hasta noviembre), en particular en relación con las variaciones de los productos intermedios y terminados en las manufacturas, sugieren que la contribución de las existencias al crecimiento del PIB real podría ser prácticamente neutral o ligeramente positiva en los dos últimos trimestres del año (véase gráfico 51, panel b).

### COMERCIO EXTERIOR

Tras la volátil evolución del comercio en los últimos trimestres, la demanda exterior neta realizó una pequeña contribución positiva al crecimiento intertrimestral del PIB en el segundo trimestre de este año. Las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro aumentaron un 1,3%, en tasa intertrimestral (véase gráfico 52), como consecuencia de la fortaleza de las exportaciones a Estados Unidos y a Asia (incluida China), mientras que las exportaciones a países europeos no pertenecientes a la zona del euro y a América Latina disminuyeron. Al mismo tiempo, las importaciones de la zona del euro también registraron un incremento del 1,3% en el segundo trimestre, sostenidas principalmente por las importaciones de China y de otros países europeos fuera de la zona.

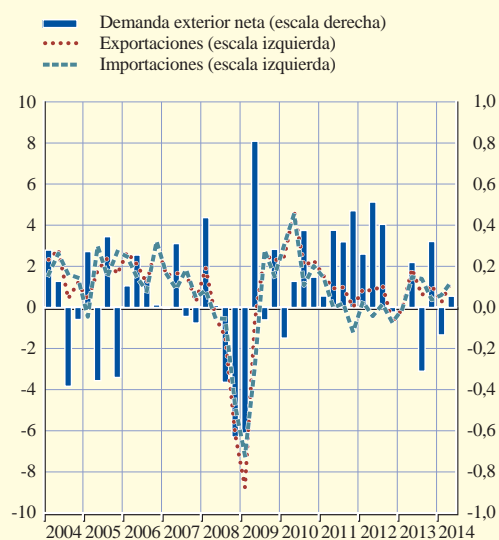
Los indicadores de opinión disponibles apuntan a un moderado crecimiento de las exportaciones de la zona del euro en el tercer trimestre, con señales más contradictorias para el último trimestre de este año. El PMI de nuevos pedidos exteriores se deterioró, en promedio, en el tercer trimestre, pero se mantuvo por encima de 50, el umbral de expansión, y de su media de largo plazo. El descenso general continuó en el cuarto trimestre, y el índice se situó en un promedio de 50,7 en octubre y noviembre, ligeramente por debajo de su media de largo plazo. Mientras tanto, el indicador de la Comisión Europea relativo a la cartera de pedidos exteriores se mantuvo estable en el tercer trimestre, pero, posteriormente, aumentó en octubre y noviembre. Ambos indicadores se sitúan en niveles compatibles con un crecimiento moderado de las exportaciones en el corto plazo, que también se ve respaldado por una mejora muy gradual de la actividad mundial y por la depreciación del tipo de cambio del euro. Es probable que las importaciones de la zona del euro también crezcan en el corto plazo, aunque a un ritmo lento, prácticamente en línea con la moderada expansión de la demanda interna. En general, esta evolución apunta a unas contribuciones prácticamente neutras del comercio exterior neto al crecimiento intertrimestral del PIB en los próximos meses.

## 4.2 PRODUCTO POR RAMAS DE ACTIVIDAD

Si se considera el lado de las cuentas nacionales correspondiente a la producción, el valor añadido total, en términos reales, se mantuvo, en general, estable en el segundo trimestre de 2014, tras cuatro trimestres con un crecimiento intertrimestral de entre el 0,2% y el 0,3%. Mientras que la contribución de la construcción al crecimiento fue negativa, el valor añadido tanto de la industria, excluida la construcción, como de los servicios tuvo una contribución positiva.

**Gráfico 52 Importaciones y exportaciones reales y contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB**

(tasas de variación intertrimestral; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

En lo que se refiere al nivel de actividad, siguen existiendo grandes diferencias entre los distintos sectores. El valor añadido real de los servicios alcanzó un máximo histórico en el segundo trimestre de 2014, mientras que el de la construcción se situó en torno a tres cuartos de su máximo anterior, registrado en 2008. Al mismo tiempo, el valor añadido de la industria, excluida la construcción, fue un 6 % inferior al máximo alcanzado antes de la crisis. Los indicadores disponibles sugieren que el valor añadido total experimentó un aumento moderado en el tercer trimestre de 2014, y que, en el cuarto trimestre, puede mantenerse el reducido crecimiento.

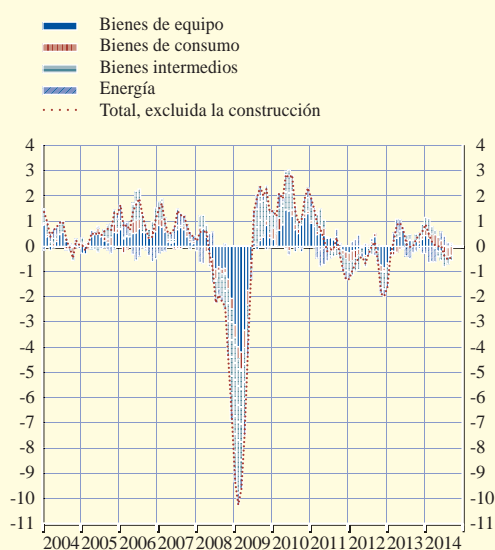
### INDUSTRIA, EXCLUIDA LA CONSTRUCCIÓN

El valor añadido de la industria, excluida, la construcción, registró un aumento del 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2014. Al mismo tiempo, el crecimiento intertrimestral de la producción fue nulo en ese trimestre y descendió un 0,4 % en el tercer trimestre (véase gráfico 53). También en el tercer trimestre, la producción intertrimestral de bienes de equipo y de energía se incrementó, mientras que la de bienes intermedios y de consumo se redujo. En comparación con los indicadores cuantitativos, los resultados de las encuestas PMI y de la Comisión Europea apuntaban a una desaceleración del crecimiento de la actividad en ese trimestre. Estas señales incluían un ligero empeoramiento de la tendencia de la producción observada en los últimos meses, como indicaban las encuestas de opinión de la Comisión Europea, así como, una caída del índice PMI de producción de las manufacturas que, sin embargo, se mantuvo por encima de 50, el umbral de expansión.

De cara al futuro, los indicadores de corto plazo señalan un reducido crecimiento de la actividad industrial durante el cuarto trimestre del año. El indicador del BCE de nuevos pedidos industriales, excluido

**Gráfico 53 Crecimiento de la producción industrial y contribuciones**

(tasa de crecimiento y contribuciones en puntos porcentuales; datos mensuales desestacionalizados)

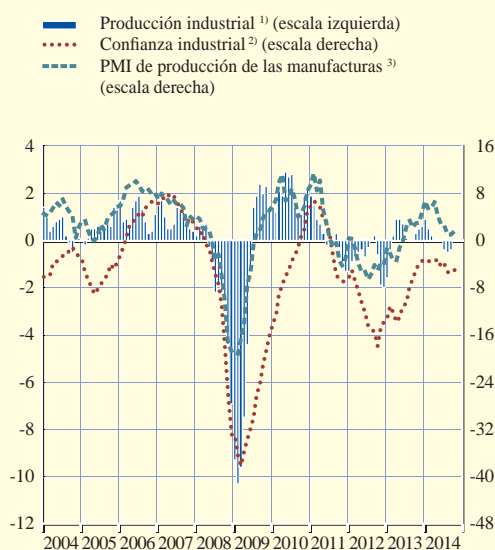


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos mostrados se calculan como medias móviles de tres meses, frente a la media correspondiente a los tres meses anteriores.

**Gráfico 54 Producción industrial, confianza industrial y PMI de producción de las manufacturas**

(datos mensuales; desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea, Markit y cálculos del BCE.

Nota: Los datos de las encuestas se refieren a las manufacturas.

1) Tasas de variación intertrimestral.

2) Saldos netos.

3) PMI; desviaciones con respecto al valor 50.



el material de transporte pesado, que se ve menos influido por los pedidos a gran escala que el total de nuevos pedidos, aumentó un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre del año. Este aumento se debió, principalmente, a los nuevos pedidos procedentes de fuera de la zona del euro, que alcanzaron su máximo histórico. Los datos de las encuestas de opinión de la Comisión Europea indican que, en octubre y noviembre de 2014, el nivel de la cartera de pedidos mejoró ligeramente en comparación con el tercer trimestre. Durante el mismo período, el índice PMI de nuevos pedidos cayó por debajo de 50, el umbral teórico de expansión, aunque el índice PMI de producción de las manufacturas se situó en un nivel similar al del tercer trimestre (véase gráfico 54). Asimismo, en los dos primeros meses del cuarto trimestre, las expectativas de producción de la Comisión Europea para los meses siguientes se situaron en un nivel semejante al del trimestre anterior.

### CONSTRUCCIÓN

El valor añadido de la construcción registró un descenso del 1,6 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2014. Este resultado está en línea con la caída observada en la producción de la construcción en el mismo trimestre, que se cifró en el 1,1 %, y se vio influida por un efecto compensador tras la inusual fortaleza de esta variable en el primer trimestre, que tuvo su origen en las condiciones meteorológicas tan buenas observadas en varios países de la zona del euro. En el tercer trimestre de este año, el índice de producción de la construcción cayó un 0,6 % adicional, en tasa intertrimestral. Otros indicadores de corto plazo también se deterioraron en comparación con el segundo trimestre, lo que apunta a un cierto debilitamiento general de la construcción. Por ejemplo, los indicadores PMI de producción y nuevos pedidos permanecieron en niveles inferiores a 50, compatibles con una contracción de la actividad. Como consecuencia de la mejora de la renta de los hogares y de las condiciones de financiación, cabe esperar al menos una ligera mejora de la actividad constructora a finales de este año y principios de 2015. Por otra parte, puede que la mejora siga siendo moderada, ya que los últimos datos procedentes de los indicadores basados en encuestas (PMI hasta octubre e indicadores de confianza y de nuevos pedidos de la construcción de la Comisión Europea hasta noviembre) siguen manteniéndose muy por debajo de sus medias históricas. Además, los indicadores disponibles sobre visados de obra nueva, cartera de pedidos de la construcción y viviendas iniciadas en los países más grandes de la zona del euro, que señalan la actividad constructora esperada en los próximos meses, apuntan a un descenso general en la construcción.

### SERVICIOS

El valor añadido de los servicios creció un 0,1 % en el segundo trimestre, por quinto trimestre consecutivo. Detrás de esta ligera expansión se esconde una evolución dispar entre los subsectores. El valor añadido de los servicios no de mercado se redujo en ese mismo trimestre, mientras que el de los servicios de mercado aumentó. Dentro de los servicios de mercado, se registró un aumento en las actividades inmobiliarias, las actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares, así como el comercio, el transporte, el alojamiento y la alimentación, mientras que los demás servicios de mercado experimentaron un descenso. El nivel de actividad, medido por el valor añadido real, se situó ligeramente por encima de los máximos anteriores registrados en el tercer trimestre de 2011 y en el primer trimestre de 2008. Las encuestas apuntan a una nueva expansión de los servicios en el tercer trimestre de este año. El índice PMI de actividad comercial del sector servicios se situó en el tercer trimestre en un nivel similar al del trimestre anterior. Del mismo modo, tampoco varió apenas el indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea, que se mantuvo en los mismos niveles que a principios de año.

De cara al futuro, se espera que la expansión de los servicios continúe en el cuarto trimestre. En el período de tres meses hasta octubre, aumentó ligeramente la proporción de empresas de servicios para las que la demanda insuficiente constituía una limitación para su actividad, pero al mismo tiempo la tasa

de utilización de la capacidad productiva correspondiente a este sector alcanzó su nivel más alto desde finales de 2011. Las restricciones financieras se incrementaron marginalmente, pero se mantuvieron próximos a su media de largo plazo. Además, sobre la base de los indicadores de opinión disponibles para los dos primeros meses del cuarto trimestre, se espera que el valor añadido de los servicios siga creciendo, aunque es probable que lo haga a un ritmo más lento. El índice PMI de actividad comercial del sector servicios registró un descenso en los dos primeros meses del cuarto trimestre en comparación con el trimestre anterior, si bien su nivel medio de 51,7 indica una continuación de la expansión de la actividad en este sector. Al mismo tiempo, el indicador de confianza de los servicios de la Comisión Europea mejoró en los dos primeros meses del cuarto trimestre en comparación con el tercer trimestre, pero se mantuvo por debajo de su media de largo plazo y de los niveles alcanzados a principios de 2011. La confianza fue relativamente elevada y se situó por encima de su media de largo plazo en el caso del almacenamiento y actividades anexas al transporte. El indicador de confianza de los servicios financieros, que no está incluido en el indicador de confianza de los servicios, se deterioró durante el mismo período. Según la encuesta de servicios de la Comisión Europea, la demanda esperada en los próximos meses mejoró ligeramente en los dos primeros meses del cuarto trimestre en relación con el trimestre anterior, pero permaneció por debajo de su media de largo plazo y de los niveles observados a finales de 2010 y en el primer semestre de 2011. El índice PMI de actividad comercial futura (dentro de doce meses) disminuyó de nuevo en los dos primeros meses del cuarto trimestre, manteniéndose así por debajo de su media de largo plazo. Esta evolución está en consonancia con un crecimiento sostenido, pero lento, en el futuro.

### 4.3 MERCADO DE TRABAJO

Los mercados de trabajo de la zona del euro han venido mejorando desde la primavera de 2013. En el contexto del débil crecimiento económico observado desde el segundo trimestre de 2013, ello sugiere que se han registrado algunas mejoras en la respuesta de los mercados de trabajo a la evolución cíclica. El desempleo ha mostrado sucesivos, pero moderados, descensos intertrimestrales desde mediados de

**Cuadro 11 Crecimiento del empleo**

(tasas de variación respecto al período anterior; datos desestacionalizados)

	Personas					Horas				
	Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales			Tasas interanuales		Tasas intertrimestrales		
	2012	2013	2013 IV	2014 I	2014 II	2012	2013	2013 IV	2014 I	2014 II
Total de la economía	-0,5	-0,8	0,1	0,0	0,2	-1,5	-1,2	0,1	0,0	0,2
<i>Del cual:</i>										
Agricultura y pesca	-1,6	-1,4	-0,5	-0,5	0,4	-2,9	-0,5	0,6	-1,0	-0,6
Industria	-1,9	-2,3	-0,1	-0,2	0,3	-3,4	-2,5	-0,4	-0,2	0,1
Excluida la construcción	-0,8	-1,3	0,0	0,2	0,4	-2,1	-1,3	-0,1	0,0	0,2
Construcción	-4,6	-4,5	-0,6	-1,0	-0,1	-6,3	-5,3	-1,0	-0,6	-0,2
Servicios	0,0	-0,3	0,2	0,1	0,2	-0,8	-0,8	0,2	0,1	0,2
Comercio y transporte	-0,5	-0,7	0,2	-0,1	0,5	-1,6	-1,3	0,0	0,1	0,5
Información y comunicaciones	0,8	0,2	0,7	0,2	0,3	0,4	0,3	0,8	0,0	0,6
Actividades financieras y de seguros	-0,4	-1,1	-0,1	-0,1	-0,8	-0,6	-1,4	0,1	-0,1	-0,8
Actividades inmobiliarias	-0,1	-1,3	-0,5	1,3	0,1	-1,2	-2,2	-0,8	1,3	-0,3
Actividades profesionales	0,5	0,2	0,2	0,3	0,6	-0,2	-0,5	0,1	0,4	0,5
Administración pública	-0,1	-0,2	0,3	0,2	-0,1	-0,4	-0,5	0,6	-0,1	0,0
Otros servicios <sup>1)</sup>	0,6	-0,2	-0,1	0,2	0,2	-0,4	-0,7	-0,6	0,5	-0,3

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) También incluye servicios de los hogares y actividades artísticas y de organizaciones extraterritoriales.

2013, y, a finales de año, el crecimiento intertrimestral del empleo retornó a niveles positivos. Aunque la evolución de los distintos países es diferente, la tendencia general es de mejora.

El número de personas ocupadas en la zona del euro creció un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2014, tras una evolución estable en el primer trimestre (véase cuadro 12). El aumento del segundo trimestre representa el mayor incremento intertrimestral observado desde el primer trimestre de 2008, lo que refleja, en general, una reversión del estancamiento registrado en el crecimiento del empleo en el primer trimestre de 2014. Además, puede que represente también una mayor sensibilidad del empleo a la evolución económica, al aumentar la flexibilidad del mercado de trabajo, por ejemplo, a través de una mayor utilización de los contratos temporales, a tiempo parcial y del empleo por cuenta propia. Las horas trabajadas también se incrementaron un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre, tras haber permanecido estables en el primer trimestre del año.

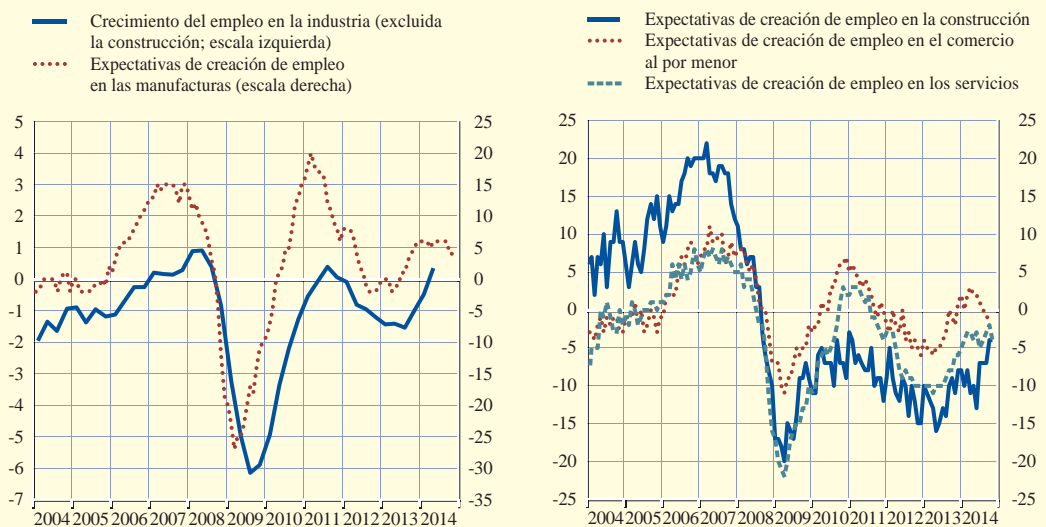
Detrás del moderado crecimiento del empleo agregado de la zona del euro se siguen ocultando marcadas diferencias entre países, aunque menores que durante 2013, y la mayoría de las economías de la zona del euro muestran ahora un crecimiento intertrimestral del empleo sostenido, aunque moderado, en 2014. A nivel sectorial, el empleo de la zona del euro creció en el segundo trimestre de 2014 tanto en la industria (excluida la construcción) como en los servicios, un 0,4% y un 0,2%, respectivamente, en tasa intertrimestral, mientras que el empleo en la construcción disminuyó un 0,1% en términos intertrimestrales

Los resultados de las encuestas de empleo correspondientes al tercer trimestre y principios del cuarto trimestre de 2014 sugieren cierta moderación en el crecimiento del empleo (véase gráfico 54). Los indicadores adelantados también apuntan a una nueva estabilización del empleo en los próximos trimestres.

La productividad del trabajo por persona ocupada se redujo hasta un 0,4%, en tasa interanual, en el segundo trimestre de 2014, en comparación con el sólido 1% del primer trimestre (véase gráfico 56).

### Gráfico 55 Crecimiento del empleo y expectativas de creación de empleo

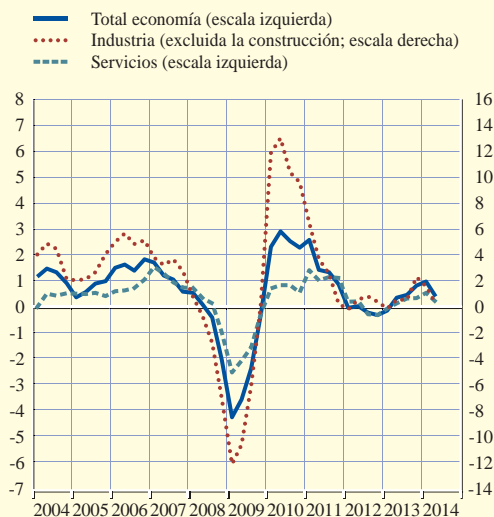
(tasas de variación interanual; saldos netos; datos desestacionalizados)



Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.  
 Nota: Los saldos netos están ajustados a la media.

**Gráfico 56 Productividad del trabajo por persona ocupada**

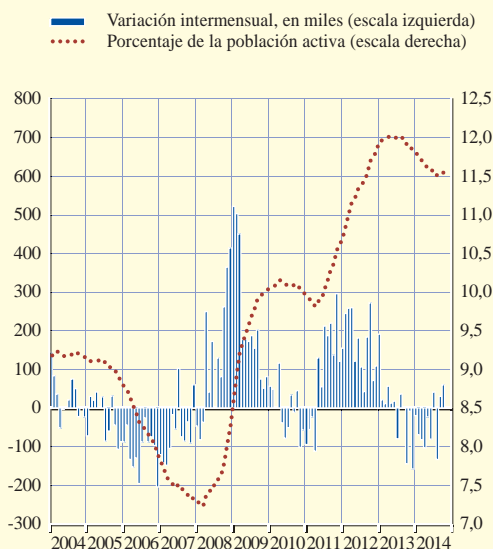
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**Gráfico 57 Desempleo**

(datos mensuales desestacionalizados)



Fuente: Eurostat.

La productividad por hora trabajada se recuperó ligeramente, hasta el 0,5 %, en tasa interanual, tras haberse situado en el 0,4 % en el primer trimestre. La reciente evolución de la productividad en la zona del euro refleja en gran medida el repunte de carácter cíclico del crecimiento interanual del producto que se inició en el último trimestre de 2013, mientras que la desaceleración observada en el segundo trimestre también refleja el mayor crecimiento del empleo registrado en dicho trimestre.

La tasa de desempleo de la zona del euro ha continuado disminuyendo, en torno a 0,1 puntos porcentuales por trimestre, desde su máximo del 12 % alcanzado en el segundo trimestre de 2013, hasta una media del 11,5 % en el tercer trimestre de 2014 (véase gráfico 57). La tasa de paro se mantuvo estable en este nivel entre agosto y octubre, lo que sugiere que la reducción del desempleo podría estar atenuándose ligeramente. Aunque las recientes caídas parecen haber sido prácticamente generalizadas en todos los grupos de edad, así como en el empleo masculino y femenino, las tasas de paro siguen divergiendo de forma acusada entre las economías de la zona del euro. De cara al futuro, y pese a cierta volatilidad mensual, se prevé que esta tasa muestre un nuevo y moderado descenso en los próximos trimestres,

#### 4.4 PERSPECTIVAS DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

Los últimos datos y la evidencia procedente de las encuestas disponibles hasta noviembre confirman este panorama de crecimiento más débil en los próximos meses. Al mismo tiempo, siguen manteniéndose las perspectivas de una recuperación económica moderada. Por una parte, las medidas de política monetaria, las continuas mejoras en la situación financiera, los progresos realizados en materia de consolidación fiscal y de reformas estructurales, así como unos precios de la energía considerablemente más bajos que sostienen la renta real disponible, deberían respaldar la demanda interna. Además, la demanda de exportaciones debería verse favorecida por la recuperación mundial. Por otra parte, es probable que

el elevado desempleo, la considerable capacidad productiva sin utilizar y los necesarios ajustes de los balances en los sectores público y privado sigan frenando la recuperación.

Estos elementos se reflejan en las proyecciones macroeconómicas de diciembre 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, que prevén que el PIB real aumente un 0,8% en 2014, un 1% en 2015 y un 1,5% en 2016. Si se comparan con las proyecciones macroeconómicas de septiembre 2014 elaboradas por los expertos del BCE, las previsiones de crecimiento del PIB real se han revisado considerablemente a la baja. Las revisiones a la baja afectaron a las proyecciones tanto de la demanda interna como de la demanda exterior neta (véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro»).

Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja. En concreto, la debilidad de la dinámica de crecimiento económico en la zona del euro, junto con los mayores riesgos geopolíticos, podrían afectar a la confianza y, especialmente, a la inversión privada. Además, los insuficientes avances realizados en materia de reformas estructurales en los países de la zona del euro constituyen un importante riesgo a la baja para las perspectivas económicas.

## 5 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Según las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2014 elaboradas por los expertos del Euro-sistema, el déficit fiscal de la zona del euro seguirá disminuyendo en 2015 y 2016, principalmente como consecuencia de la recuperación económica esperada de la zona. Se prevé que la ratio de deuda de las Administraciones Públicas de la zona alcance un máximo en 2014. Sin embargo, se espera que el ajuste fiscal estructural prácticamente se paralice, pese a los nuevos compromisos asumidos por varios países en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). De cara al futuro, los países deben tratar de cumplir sus compromisos, teniendo en cuenta la flexibilidad que proporciona el PEC.

### EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS Y PROYECCIONES

En las notificaciones efectuadas en el otoño de 2014 en el contexto de los procedimientos de déficit excesivo (PDE), los datos confirmados de la zona del euro (incluida Lituania) correspondientes a 2013 apuntan a que el déficit de las Administraciones Públicas fue del 2,9 % del PIB, frente al 3,6 % de 2012 (véase cuadro 12)<sup>1</sup>. Esta mejora fue resultado fundamentalmente de subidas de impuestos, que se tradujeron en un aumento de los ingresos en relación con el PIB, mientras que la ratio de gasto se mantuvo básicamente constante. Los cambios asociados a la transición al Sistema Europeo de Cuentas 2010 (SEC 2010) han sido marginales para la zona del euro en su conjunto, y suponen una disminución de 0,1 puntos porcentuales del déficit de 2013. No obstante, en algunos países de la zona del euro, el impacto de la transición ha sido más acusado<sup>2</sup>.

La deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro se situó en el 90,8 % del PIB en 2013, 1,9 puntos porcentuales por encima de la de 2012 (véase cuadro 2). Este aumento puede atribuirse principalmente al persistente efecto adverso del diferencial entre crecimiento y tipos de interés, aunque el gasto por intereses descendió ligeramente como consecuencia de la reducción de los tipos de interés. En el recuadro 5 se ofrece una perspectiva de la Base de Datos Centralizada de Valores del BCE que permite construir indicadores estadísticos sobre valores representativos de deuda emitidos por las Administraciones Públicas, como el rendimiento nominal medio. Además, las contribuciones al incremento de la deuda

- 1 Los datos agregados de la zona del euro utilizados en esta sección incluyen Lituania, en consonancia con la composición de la zona utilizada en las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro (véase el cuadro 2 del artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2014 elaboradas por los expertos del Euro-sistema para la zona del euro» en este Boletín Mensual).
- 2 Véase el recuadro titulado «The impact of the European System of Accounts 2010 on the euro area macroeconomic statistics», Boletín Mensual, BCE, noviembre 2014.

**Cuadro 12 Evolución de las finanzas públicas de la zona del euro**

(en porcentaje del PIB)

	2012	2013	2014	2015	2016
a. Ingresos totales	45,8	46,5	46,7	46,7	46,4
b. Gastos totales	49,4	49,4	49,3	49,0	48,5
De los cuales:					
c. Gasto por intereses	3,0	2,8	2,7	2,7	2,6
d. Gasto primario (b - c)	46,4	46,6	46,6	46,4	45,9
Saldo presupuestario (a - b)	-3,6	-2,9	-2,6	-2,4	-2,1
Saldo presupuestario primario (a - d)	-0,6	-0,1	0,1	0,3	0,5
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-2,5	-1,3	-1,1	-1,1	-1,4
Saldo presupuestario estructural	-2,1	-1,2	-1,1	-1,1	-1,3
Deuda bruta	90,8	93,1	94,5	94,8	93,8
Pro memoria: PIB real (tasa de variación)	-0,7	-0,5	0,8	1,1	1,7

Fuentes: Eurostat, previsiones económicas de otoño de 2014 de la Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro. Las cifras de 2014 a 2016 son estimaciones. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo. La previsión de la Comisión Europea del nivel de la ratio de deuda se presenta en base no consolidada.



procedentes del déficit primario y del ajuste déficit-deuda fueron limitadas. Como resultado de la transición al SEC 2010, la ratio de deuda de 2013 ha disminuido 1,6 puntos porcentuales, debido, en gran parte, a la revisión al alza del PIB en el denominador.

De cara al futuro, las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema apuntan a que el déficit de las Administraciones Públicas de la zona del euro se reducirá en los dos próximos años, principalmente como consecuencia de la mejora cíclica gradual esperada, mientras que se espera que el ritmo de ajuste fiscal estructural prácticamente se paralice<sup>3</sup>. Se prevé que el déficit en relación con el PIB descienda hasta situarse en el 2,6% del PIB en 2014, y algo más, hasta el 2,5% en 2015 y el 2,2% en 2016. Esta valoración es fundamentalmente acorde con las previsiones económicas de otoño de 2014 de la Comisión Europea (véase cuadro 12). La Comisión espera que la disminución del déficit fiscal esté impulsada íntegramente por el gasto. Según las previsiones, durante el horizonte que abarcan las proyecciones, el gasto en relación con el PIB experimentará una reducción de 0,9 puntos porcentuales en comparación con 2013, situándose en el 48,5% en 2016, mientras que los ingresos evolucionarán básicamente en línea con el PIB.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema prevén que la deuda de las Administraciones Públicas de la zona del euro alcance un máximo en 2014. De acuerdo con las previsiones económicas de otoño de 2014 de la Comisión Europea, la deuda en relación con el PIB aumentará hasta situarse en el 94,5% en 2014 y en el 94,8% en 2015, como consecuencia del impacto del ajuste déficit-deuda y del todavía elevado gasto por intereses, que incrementan la deuda, y se reducirá gradualmente en 2016, situándose en el 93,8%<sup>4</sup>. La reducción de la ratio de deuda se explica fundamentalmente por el aumento previsto del superávit primario y por el efecto del diferencial entre crecimiento y tipos de interés, que hace que la deuda se reduzca.

3 Véase el artículo titulado «Proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2014 elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro» en este Boletín Mensual.

4 El nivel de la ratio de deuda es más elevado en las previsiones de la Comisión Europea que en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema. La Comisión publica datos de deuda en base no consolidada, mientras que, en las proyecciones del Eurosistema, los datos agregados de la zona del euro están corregidos de préstamos intergubernamentales, en consonancia con las prácticas seguidas por Eurostat.

#### Recuadro 5

##### **NUEVOS INDICADORES ESTADÍSTICOS DE VALORES REPRESENTATIVOS DE DEUDA EMITIDOS POR LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS Y SU USO EN EL ANÁLISIS Y LA VIGILANCIA FISCAL**

En este recuadro se ofrece una breve perspectiva de los posibles usos de los nuevos indicadores estadísticos de valores representativos de deuda emitidos por las AAPP desarrollados a partir de la información contenida en la Base de Datos Centralizada de Valores (CSDB) del BCE. Estos indicadores incluyen el saldo vivo de estos valores, su emisión, amortización y el servicio de la deuda junto con el tipo de interés asociado (rendimiento nominal), por plazo de vencimiento inicial y residual, moneda y tipo de cupón para la zona del euro y para los distintos países que la componen. Estos indicadores se publicaron por primera vez en la sección «Estadísticas de la zona del euro» (cuadros 6.4 y 6.5) del Boletín Mensual de noviembre de 2014 y están disponibles en el Statistical Data Warehouse del BCE en informes de datos específicos<sup>1</sup>.

1 Véase «Debt securities issuance and service by EU governments» en la sección «Reports» del Statistical Data Warehouse (<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000003848>).

## La Base de Datos Centralizada de Valores

La CSDB se creó en 2009 como un sistema multifunción; fue desarrollada por el BCE y la gestionan conjuntamente los miembros del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC). El sistema obtiene datos de los proveedores comerciales de datos y de otras fuentes (a través de los miembros del SEBC) y está disponible para los usuarios del SEBC. Para mejorar la calidad de los datos, aprovecha la experiencia acumulada en el SEBC<sup>2</sup>.

La CSDB contiene actualmente información sobre más de 6 millones de valores representativos de deuda que aún no han vencido y de participaciones en el capital y en fondos de inversión. La información, detallada valor por valor, incluye datos de referencia (por ejemplo, saldos vivos, fechas de emisión y de vencimiento, información sobre el cupón y los dividendos y clasificaciones estadísticas), así como información sobre emisores y precios (mercado, estimado o de incumplimiento). Se está trabajando para proporcionar también a través de la plataforma de la CSDB información sobre calificaciones (del valor, emisor, avalista o programa de emisión).

## Ejemplos de indicadores estadísticos: servicio de la deuda y rendimiento nominal medio

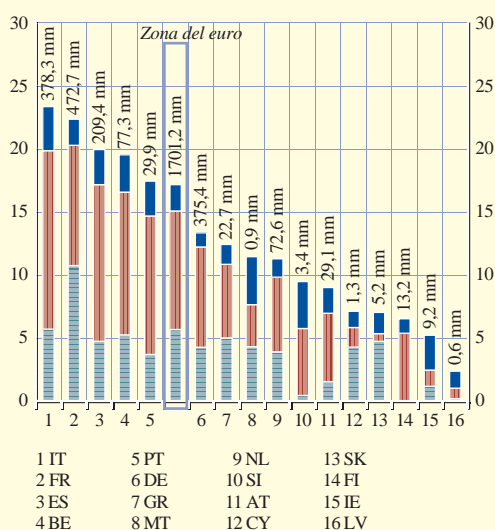
2 Según la Orientación del Banco Central Europeo de 26 de septiembre de 2012 sobre el marco de gestión de la calidad de los datos para la Base de Datos Centralizada de Valores (BCE/2012/21).

**Gráfico A Servicio de la deuda de los valores representativos de deuda emitidos por las AAPP de la zona del euro entre noviembre de 2014 y octubre de 2015**

(en porcentaje del PIB y mm de euros)

Eje de ordenadas: en porcentaje del PIB

- Pago de intereses hasta 1 año
- Pago del principal más de 3 meses
- Pago del principal hasta 3 meses



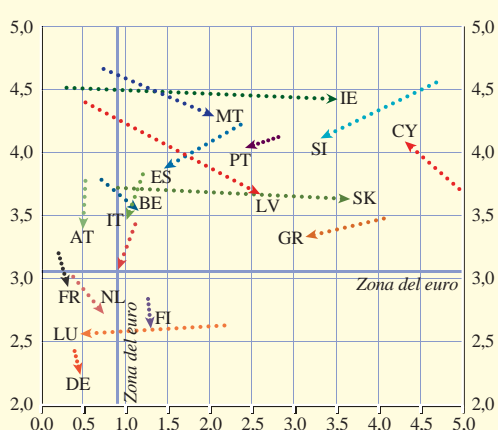
Fuentes: CSDB y cálculos del BCE.

**Gráfico B Rendimientos nominales medios de los valores representativos de deuda emitidos por las AAPP de la zona del euro**

(en porcentaje)

Eje de abscisas: emitidos entre noviembre de 2013 y octubre de 2014

Eje de ordenadas: vivos a finales de octubre de 2014



Fuentes: CSDB y cálculos del BCE.

Nota: En el gráfico B, las líneas discontinuas muestran la variación con respecto a un año antes, por países, y las flechas indican la dirección de la variación más allá del último dato.

Las CSDB permite construir nuevos indicadores sobre valores representativos de deuda emitidos por las AAPP que proporcionan información sobre el nivel esperado del servicio de la deuda (que incluye el pago del principal y de los intereses) y el tipo de interés asociado que el deudor se compromete a pagar a los tenedores de deuda por unidad de tiempo (rendimiento nominal medio), clasificados por plazo de vencimiento inicial y residual, moneda y tipo de cupón. A finales de octubre de 2014, se esperaba que en cinco países de la zona del euro (Bélgica, España, Francia, Italia y Portugal) el servicio de la deuda entre noviembre de 2014 y octubre de 2015 fuera mayor, en porcentaje del PIB, que el correspondiente a la media de la zona del euro (17,2% del PIB) (véase gráfico A). Entre noviembre de 2013 y octubre de 2014, las AAPP de todos los países de la zona, salvo Chipre y Eslovaquia, lograron emitir nuevos valores representativos de deuda con rendimientos nominales medios más bajos que para el total de valores representativos de deuda vivos en ese momento. Esto ha contribuido a reducir los rendimientos nominales medios del total de valores representativos de deuda vivos por debajo de los niveles observados hace un año en todos los países de la zona del euro, salvo en Chipre (véase gráfico B)<sup>3</sup>.

### Uso analítico

El BCE ha utilizado mucho la CSDB durante las crisis como fuente de información detallada sobre las necesidades de financiación de los países sujetos al programa de ajuste económico de la UE y el FMI. Asimismo, esta base de datos constituye una fuente indispensable de información para la elaboración del «Financial Stability Report»<sup>4</sup> del BCE, así como para las previsiones fiscales en el contexto de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por el BCE para la zona del euro. Además de la disponibilidad de datos muy detallados, la puntualidad de la información recogida en la CSDB permite realizar un análisis rápido de la evolución y de las tendencias de los mercados financieros<sup>5</sup>.

Dado que los valores representativos de deuda representan el 80% de la deuda pública de la zona del euro, la CSDB puede ayudar a refinar la predicción de las necesidades de financiación de las AAPP, tanto en el corto plazo (para señalar sus riesgos de liquidez) como en el medio (para identificar posibles máximos en las amortizaciones de bonos soberanos). Los riesgos de liquidez y de sostenibilidad de la deuda soberana son importantes no solo para la vigilancia fiscal, sino también para el seguimiento de la estabilidad financiera. Las importantes necesidades de financiación de las AAPP pueden tener un efecto de expulsión sobre agentes de otros sectores, como instituciones financieras y empresas. Al mismo tiempo, las exposiciones a gran escala de las instituciones financieras frente a las AAPP con riesgos de sostenibilidad significativos pueden señalar vulnerabilidades en estas instituciones. Por lo tanto, la información detallada sobre los riesgos asociados a las AAPP puede utilizarse para las matrices de vulnerabilidad de otros sectores, en particular del sector financiero.

3 El rendimiento nominal (expresado en porcentaje anual) incluye el cupón (es decir, el tipo de interés fijado cuando se emite un bono) y cualquier diferencia entre el precio de amortización a vencimiento fijado y el precio de emisión (es decir, a descuento o prima). El rendimiento nominal medio ponderado por los saldos vivos de cada valor representativo de deuda puede calcularse para los valores emitidos durante los 12 meses anteriores, lo que es útil para comparar con el rendimiento nominal medio correspondiente al total de valores representativos de deuda vivos con el fin de determinar si la nueva emisión ha sido más o menos cara. El rendimiento nominal medio del total de valores representativos de deuda se ve afectado por a) el rendimiento nominal medio de los nuevos valores representativos de deuda emitidos por las AAPP, b) los anteriores rendimientos nominales medios de los citados valores a su vencimiento, y c) las variaciones de los tipos de interés de los valores representativos de deuda vivos (por ejemplo, cupones variables). El rendimiento nominal medio de los nuevos valores representativos de deuda emitidos por las AAPP durante los 12 meses previos puede verse afectado no solo por las distintas fuerzas de mercado (por ejemplo, demanda de emisiones, riesgo de incumplimiento del emisor, tipos de interés de mercado actuales y esperados), sino también por las opciones presentadas por el emisor como la selección del vencimiento (habitualmente los vencimientos a plazo más largo tienen rendimientos nominales más elevados) y los volúmenes de emisión.

4 Véase el número más reciente de *Financial Stability Report*, BCE, Fráncfor del Meno, noviembre de 2014. (Todos los números están disponibles en el sitio web del BCE <http://www.ecb.europa.eu/pub/fsr/html/index.en.html>).

5 El sistema procesa información diariamente y facilita datos a fin de mes con un retraso de aproximadamente una o dos semanas, lo que significa que los usuarios tiene acceso a los datos con mucha más celeridad que a otras estadísticas agregadas.

## EVOLUCIÓN Y PLANES PRESUPUESTARIOS EN ALGUNOS PAÍSES

A continuación se presenta la evolución presupuestaria reciente y los planes presupuestarios de los cuatro países más importantes de la zona del euro y de algunos países que actualmente están acogidos a un programa de ajuste de la UE y el FMI o que lo han concluido hace poco.

En Alemania, el proyecto de plan presupuestario básicamente no modifica los objetivos del Gobierno fijados en la actualización del programa de estabilidad de 2014. El proyecto prevé mantener un saldo presupuestario equilibrado en términos nominales y un superávit estructural del 0,5 % del PIB en 2015. Sin embargo, el proyecto de plan presupuestario no tiene en cuenta las últimas previsiones del Gobierno, que revisan a la baja el crecimiento del PIB, ni la previsión oficial más reciente sobre la recaudación impositiva, que pronostica una disminución de los ingresos del 0,25 % del PIB en 2015 (en comparación con la previsión anterior de mayo de 2014). Con todo, se espera que Alemania supere su objetivo presupuestario a medio plazo (OMP), esto es, un déficit estructural del 0,5 % del PIB en 2015. El Gobierno prevé una reducción sustancial de la ratio de deuda en los próximos años, yendo más allá de las exigencias de la estrategia nacional de «freno a la deuda» y del valor de referencia de reducción de la deuda establecido en el PEC.

En Francia, los nuevos objetivos de déficit global del Gobierno recogidos en el proyecto de plan presupuestario se han relajado considerablemente en comparación con los establecidos en la actualización del programa de estabilidad (el 4,4 % del PIB, en lugar del 3,6 %, en 2014, y el 4,3 % del PIB, en lugar del 2,8 %, en 2015). El proyecto de plan presupuestario prevé que el déficit excesivo no se corrija hasta 2017, en contraste con el plazo fijado en el PDE, el año 2015. Esto implica importantes incumplimientos de los objetivos de consolidación fiscal establecidos en el PDE para el período 2013-2015. En 2015, el déficit nominal previsto no solo superará sustancialmente el objetivo fijado en el PDE (en 1,5 puntos porcentuales), sino que la brecha de consolidación estructural también será muy elevada (de 1,5 puntos porcentuales en el período 2013-2015 con respecto al objetivo del PDE). El 27 de octubre, Francia anunció la adopción de medidas de consolidación complementarias en 2015 (que implican un esfuerzo adicional de ajuste estructural de alrededor del 0,2 % del PIB, según el Gobierno). Sin embargo, estos esfuerzos adicionales no serán suficientes para cerrar completamente la brecha de consolidación, por lo que el país corre el riesgo de incumplir las exigencias del PEC.

En Italia, el proyecto de plan presupuestario prevé alcanzar un objetivo de déficit del 2,6 % del PIB en 2015, más relajado que el objetivo del 1,8 % del PIB fijado en la actualización del programa de estabilidad de 2014. El proyecto contempla, entre otras cosas, una reducción de las cotizaciones sociales para nuevas contrataciones de trabajadores, una reducción del impuesto regional sobre actividades productivas (IRAP, en sus siglas en italiano) y transferencias sociales convertidas en permanentes, en forma de bonificación fiscal, a los trabajadores con salarios bajos, introducidas temporalmente en abril de 2014. Estas medidas expansivas se compensarán parcialmente con una reducción del gasto público, en particular en el ámbito de las administraciones subnacionales. En conjunto, el proyecto de plan presupuestario supondría un aumento del 0,4 % del PIB de las necesidades de financiación de 2015. Además, los planes del Gobierno apuntan a un aplazamiento, hasta 2017, del plazo fijado para cumplir el OMP (es decir, dos años más tarde de lo recomendado en el Dictamen del Consejo ECOFIN de julio de 2014) y una desviación de la regla sobre la deuda. De cara al futuro es importante velar por el cumplimiento íntegro de las exigencias del PEC y de la citada regla, con el fin de no poner en peligro la sostenibilidad de las finanzas públicas y mantener la confianza de los mercados.

En España, el déficit agregado de la Administración Central, las Comunidades Autónomas y la Seguridad Social (excluido el apoyo prestado a instituciones financieras) durante el período comprendido entre

enero y septiembre de 2014 fue del 4,1 % del PIB, en términos interanuales, lo que representa un descenso con respecto al 4,6 % registrado en el mismo período de 2013. Según los datos publicados hasta ahora, parece probable que este año el déficit en relación con el PIB se sitúe próximo al objetivo del 5,5 % fijado en la actualización del programa de estabilidad y confirmado en el proyecto de plan presupuestario de octubre. Según este proyecto, la ratio de déficit debería disminuir hasta situarse en el 4,2 % en 2015 y en el 2,8 % en 2016, en consonancia con los compromisos asumidos por España en el contexto del PDE. No obstante, la previsión del plan presupuestario se basa en el supuesto de una recuperación relativamente pronunciada de los ingresos y de continuación de la reforma del gasto público.

En Chipre, los datos fiscales en términos de caja para los nueve primeros meses de 2014 muestran un fuerte crecimiento interanual de la recaudación por IVA y por el impuesto de sociedades, así como que la ejecución presupuestaria ha seguido siendo prudente. Estos datos son acordes con las previsiones de otoño de 2014 de la Comisión Europea, que prevén que Chipre alcance un ligero superávit primario en 2014 y consideran que el país va por la senda correcta para corregir el déficit excesivo (hasta situarlo por debajo del valor de referencia del 3 %) dos años antes de 2016, el plazo fijado en el PDE.

En Irlanda, el proyecto de plan presupuestario indica que el déficit se situará en el 3,7 % del PIB en 2014, un 1,1 % por debajo del objetivo fijado en la actualización del programa de estabilidad. Pese a la adopción de medidas expansivas por importe de 1 mm de euros (el 0,5 % del PIB), el proyecto establece como objetivo una reducción del déficit hasta situarlo en el 2,7 % del PIB en 2015, como consecuencia de la continuación de unas condiciones económicas favorables y de la disminución del gasto por intereses, debido, en parte, al reembolso anticipado del préstamo del FMI. Este objetivo es coherente con el de concluir el PDE en 2015, el año fijado. A medio plazo, el proyecto de plan presupuestario prevé una mejora gradual del déficit acorde con la consecución del OMP en 2018, como resultado de un crecimiento continuado y de un perfil de gasto primario sin cambios. No obstante, será necesario adoptar medidas adicionales a fin de que el objetivo de perfil de gasto sea realista. Según las previsiones de otoño de 2014 de la Comisión Europea, el déficit se situará en el 2,9 % del PIB en 2015 y empeorará ligeramente, hasta el 3 % del PIB, en 2016.

En Portugal, el nuevo objetivo de déficit global del Gobierno para 2014 establecido en el proyecto de plan presupuestario es considerablemente superior al indicado en la actualización del programa de estabilidad (el 4,8 % del PIB, en lugar del 4 %), debido principalmente al aumento de los gastos extraordinarios. Para 2015, el proyecto de plan presupuestario también sitúa el objetivo ligeramente por encima del fijado en la actualización del programa de estabilidad y en el PDE (el 2,7 % del PIB, en lugar del 2,5 %). El proyecto incluye diversas medidas de consolidación discrecionales que ascienden al 0,7 % del PIB, de las que algunas tienen carácter transitorio y podrían plantear riesgos de aplicación. Además, las previsiones del Gobierno se basan en supuestos optimistas sobre el impacto presupuestario de la evolución macroeconómica y de la lucha contra el fraude y la evasión fiscal. Las previsiones de otoño de 2014 de la Comisión Europea sitúan el déficit fiscal en el 3,3 % del PIB en 2015.

#### **RETOS PARA LA POLÍTICA FISCAL**

El ritmo de consolidación fiscal, medido por la variación del saldo presupuestario estructural, se ha ralentizado considerablemente desde 2013, por lo que varios países corren el riesgo de incumplir los compromisos asumidos en el contexto del PEC. No cabe relacionar los posibles incumplimientos con una recuperación económica más lenta de lo esperado, si no que refleja que los esfuerzos de ajuste estructural de algunos países han sido insuficientes. Esto también es evidente en los proyectos de planes presupuestarios, que los países tenían que presentar a mediados de octubre de 2014. Algunos países han anunciado

la adopción de medidas adicionales después de que la Comisión Europea pidiera información complementaria y especificaciones más detalladas. En el dictamen publicado el 28 de noviembre, la Comisión no consideró que algún proyecto de plan presupuestario incumpla gravemente las exigencias del PEC, ya que en tal caso habría exigido la presentación de un proyecto de plan presupuestario revisado<sup>5</sup>. No obstante, la Comisión opina que los proyectos de siete países presentan un «riesgo de incumplimiento» del PEC (véase recuadro 6).

Aunque es indispensable que algunos países realicen esfuerzos fiscales adicionales para cumplir las exigencias, la política fiscal puede utilizarse, en el marco del PEC, para apoyar la frágil recuperación económica de la zona del euro. Con todo, el margen de maniobra fiscal para respaldar el crecimiento es bastante limitado y se restringe a unos pocos países. Además, los efectos positivos que podría tener en algunos países la aplicación una política fiscal potencialmente más expansiva en otros, dentro de los márgenes del PEC, son inciertos y probablemente sean limitados.

A fin de impulsar el crecimiento económico en Europa, la Comisión Europea presentó un «plan de inversiones para Europa» el 26 de noviembre, con el objetivo de movilizar financiación para proyectos de inversión por importe de 315 mm de euros a lo largo de tres años. En este contexto, se creará un nuevo Fondo Europeo para Inversiones Estratégicas que cubra los principales riesgos de nuevos proyectos de inversión. Según la Comisión, el nuevo fondo debería tener un efecto multiplicador de 1:15, aproximadamente, como consecuencia de la inversión privada que atraerá. El fondo estará garantizado con dinero público del presupuesto de la UE y del Banco Europeo de Inversiones por un importe total de 21mm de euros. El fondo financiará principalmente proyectos que promuevan el crecimiento en ámbitos como las redes de energía, transporte y banda ancha, y una cuarta parte de los fondos disponibles deberían destinarse a las pymes. Aunque esta iniciativa podría mejorar las perspectivas de crecimiento en Europa, es fundamental que los esfuerzos para estimular las inversiones públicas se basen en una identificación cuidadosa de proyectos estratégicos que generen crecimiento tras un adecuado análisis coste-beneficio.

Los esfuerzos para impulsar las reformas estructurales deben intensificarse, y las medidas de consolidación fiscal deben aplicarse de manera que promuevan el crecimiento. En los países en los que el ajuste fiscal exija recortes adicionales del gasto público debe propugnarse un reordenamiento de prioridades de gasto y centrarse en partidas que principalmente promuevan el crecimiento potencial, como las inversiones públicas. Los esfuerzos de reforma por el lado de los ingresos deben abordar el impacto distorsionador de la tributación y la evasión fiscal. Por lo que respecta a la reducción de la cuña fiscal, el Eurogrupo anunció en una declaración su intención de llegar a un acuerdo sobre un conjunto de principios comunes que deberían guiar futuras reformas tributarias<sup>6</sup>.

El marco de gobernanza de la UE (esto es, los reglamentos que componen el «six-pack» y el «two-pack») debe revisarse antes de finales de 2014. El 28 de noviembre, la Comisión Europea publicó un breve informe en el que consideraba que el marco de gobernanza reformado es eficaz para reforzar la vigilancia presupuestaria<sup>7</sup>. También anunció la apertura de un debate sobre posibles áreas de mejora en 2015. Si bien un marco reforzado se considera un instrumento adecuado para incrementar la disciplina presupuestaria,

5 Véanse los dictámenes de la Comisión publicados el 28 de noviembre de 2014 ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/PEC/budgetary\\_plans/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/PEC/budgetary_plans/index_en.htm)).

6 Véase la declaración del Eurogrupo publicada el 8 de julio de 2014 (<http://www.eurozone.europa.eu/media/539623/20140707-eurogroup-statement-on-reducing-tax-wedge-on-labour.pdf>).

7 Véase la comunicación de la Comisión Europea publicada el 28 de noviembre ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/documents/com\(2014\)905\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/documents/com(2014)905_en.pdf)).



su complejidad ha aumentado, lo que dificulta la tarea de aplicar los reglamentos de forma consistente. También hay margen para mejorar la interrelación de los diversos elementos de los reglamentos, especialmente los componentes preventivo y corrector del PEC en lo que respecta al objetivo a medio plazo y el valor de referencia de la deuda. Asimismo, en aras de la credibilidad del PEC es imprescindible aumentar la transparencia en la aplicación del marco y velar por su implementación íntegra. Esto también señala la necesidad de publicar los datos utilizados en la toma de decisiones con arreglo al PEC.

#### Recuadro 6

### LA EVALUACIÓN DE LOS PROYECTOS DE PLANES PRESUPUESTARIOS PARA 2015

El 28 de noviembre, la Comisión Europea publicó sus dictámenes sobre los proyectos de planes presupuestarios para 2015 de los países de la zona del euro que no están sujetos a un programa de ajuste. Los dictámenes incluyen una evaluación de en qué medida los planes de los Gobiernos, presentados en los proyectos de planes presupuestarios, cumplen las exigencias del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) y siguen las orientaciones del Consejo Europeo que figuran en las recomendaciones específicas por país adoptadas el 8 de julio<sup>1</sup>.

En sus dictámenes sobre los proyectos de planes presupuestarios de los 16 países que participaron en la evaluación, la Comisión considera que los planes de cinco países (los de Alemania, Irlanda, Luxemburgo, Países Bajos y Eslovaquia) «cumplen» las disposiciones del PEC. En cambio, considera que los proyectos de presupuestos de cuatro países (Estonia, Letonia, Eslovenia y Finlandia) solo «cumplen en líneas generales» las disposiciones del PEC, al tiempo que, en opinión de la Comisión, los planes presupuestarios de siete países plantean un «riesgo de incumplimiento» de las normas del PEC. En este último grupo se encuentran España, Francia, Malta y Portugal, que siguen sujetos a procedimientos de déficit excesivo, así como Italia, Bélgica y Austria, que dejaron de estar sometidos a estos procedimientos en 2012 (Italia) y 2013 (Bélgica y Austria). La Comisión insta a los once países cuyos planes no observan íntegramente el PEC a que adopten las medidas necesarias para asegurar que sus presupuestos cumplirán las normas del PEC.

Los dictámenes de la Comisión reflejan, por lo tanto, la expectativa de que es posible que el ajuste estructural previsto en 2015 no sea suficiente para cumplir los compromisos adquiridos en el marco del PEC en muchos países de la zona del euro. Por un lado, esto se debe a la falta de progresos hacia la consecución de los objetivos presupuestarios a medio plazo establecidos en el contexto del componente preventivo del Pacto. Por otro, está relacionado con la insuficiencia de los esfuerzos de ajuste estructural en el componente corrector, el procedimiento de déficit excesivo. Se ha de mencionar que, según las previsiones de otoño de 2014 de la Comisión, los países en los que se aplica el componente preventivo adoptarán una orientación solo ligeramente más restrictiva en su política fiscal, de 0,2 puntos porcentuales del PIB<sup>2</sup>, para avanzar hacia la consecución de sus objetivos a medio plazo, mientras que los países sujetos a un procedimiento de déficit excesivo no

1 Véase también el recuadro titulado «Recomendaciones específicas de política fiscal por país en el contexto del Semestre europeo 2014», en el Boletín Mensual de septiembre de 2014. Las recomendaciones instan a nueve de los 16 países de la zona del euro a reforzar sus estrategias presupuestarias en 2014. En concreto, se ha pedido a estos países que tomen medidas adicionales para abordar el riesgo de incumplimiento del PEC.

2 En el caso de dos países sujetos al componente preventivo (Bélgica e Italia), la regla sobre la deuda es actualmente la limitación efectiva. La Comisión tomará una decisión en la primavera de 2015 sobre la necesidad de iniciar un procedimiento de déficit excesivo por incumplimiento de la regla sobre la deuda en relación con ambos países.

**Proyectos de planes presupuestarios para 2015**

Dictamen de la Comisión sobre el cumplimiento con el PEC de los proyectos de planes presupuestarios para 2015 ( <i>compromiso asumido en el PEC</i> )	Ajuste estructural real en 2015 (previsiones de otoño de 2014 de la CE)	Compromiso de ajuste estructural en 2015 con arreglo al PEC (puntos porcentuales)
<b>«Cumple»</b>		
Alemania ( <i>componente preventivo</i> )	-0,1	0,0 ( <i>en el OMP</i> )
Luxemburgo ( <i>componente preventivo</i> )	-0,7	0,0 ( <i>en el OMP</i> )
Países Bajos ( <i>componente preventivo</i> )	-0,3	0,0 ( <i>en el OMP</i> )
Eslovaquia ( <i>componente preventivo</i> )	0,8	0,6
Irlanda ( <i>plazo fijado en el PDE: 2015</i> )	0,4	1,9
<b>«Cumple en líneas generales»</b>		
Estonia ( <i>componente preventivo</i> )	0,1	0,5
Letonia ( <i>componente preventivo</i> )	-0,2	-0,4 <sup>1)</sup>
Eslovenia ( <i>plazo fijado en el PDE: 2015</i> )	0,3	0,5
Finlandia ( <i>componente preventivo</i> )	0,0	0,1
<b>«Riesgo de incumplimiento»</b>		
Bélgica ( <i>componente preventivo</i> )	0,4	0,7 ( <i>regla sobre la deuda</i> )
Italia ( <i>componente preventivo</i> )	0,1	2,5 ( <i>regla sobre la deuda</i> )
Malta ( <i>plazo fijado en el PDE: 2014</i> )	-0,2	0,6
Austria ( <i>componente preventivo</i> )	0,1	0,6
España ( <i>plazo fijado en el PDE: 2016</i> )	-0,2	0,8
Francia ( <i>plazo fijado en el PDE: 2015</i> )	0,1	0,8
Portugal ( <i>plazo fijado en el PDE: 2015</i> )	-0,3	0,5

Fuentes: Proyectos de planes presupuestarios para 2015 ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/sgp/budgetary\\_plans/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/budgetary_plans/index_en.htm)) y previsiones de otoño de 2014 de la Comisión Europea.

1) Reducción de la exigencia de ajuste basada en la cláusula sobre inversiones y reforma de las pensiones.

realizarán progresos en materia de saneamiento estructural, pese al esfuerzo relativamente mayor necesario para alcanzar una situación presupuestaria sostenible. Por último, los países que cumplen plenamente con las disposiciones del PEC y que, en parte, superen sus objetivos presupuestarios, planean seguir una orientación algo menos restrictiva a su política fiscal en 2015, de 0,1 puntos porcentuales del PIB en promedio.

En el caso de Francia, que según la Comisión no ha adoptado medidas efectivas en el contexto del procedimiento de déficit excesivo en 2014 y que de acuerdo con su proyecto de plan presupuestario ya no tiene previsto cumplir el plazo de 2015 fijado en el procedimiento de déficit excesivo, y en el de Italia y Bélgica, cuyos proyectos de planes presupuestarios indican que no cumplirán la regla sobre la deuda, la Comisión examinará su posición en lo que respecta al cumplimiento de las obligaciones establecidas en el PEC a principios de marzo de 2015, tras la finalización de leyes presupuestarias y de la esperada concreción de los programas de reformas estructurales anunciada por los Gobiernos. Para Francia, si el Consejo confirma su actual valoración de incumplimiento del Pacto, finalmente podría acordar la aceleración de su procedimiento de déficit excesivo y, posiblemente, sanciones. Por lo que respecta a Bélgica e Italia, si la Comisión refrenda su valoración de incumplimiento de la regla sobre la deuda, posteriormente debería elaborar un informe con arreglo al apartado 3 del artículo 126 del Tratado que podría desembocar en un procedimiento de déficit excesivo por la cuestión de la deuda, salvo que se determine que existen factores atenuantes que justifiquen el incumplimiento del valor de referencia de la deuda.

Además, la Comisión considera que la composición de las finanzas públicas de los distintos países es inadecuada y subraya que, si bien las medidas adoptadas recientemente para reducir la carga fiscal

sobre el trabajo van en la dirección correcta para lograr que la composición de las finanzas públicas promueva más el necesario crecimiento, los avances para lograr que la composición del gasto sea más favorable al crecimiento han sido escasos o nulos.

Aunque las reformas estructurales son de vital importancia actualmente para aumentar el potencial de crecimiento de las economías, si tales reformas se incluyeran en la evaluación del cumplimiento del PEC, ello tendría que realizarse de plena conformidad con las disposiciones vigentes del Pacto. Con arreglo al componente preventivo, los costes fiscales cuantificables de las reformas estructurales con un efecto positivo en la sostenibilidad a largo plazo pueden tenerse en cuenta. Según el componente corrector, las reformas estructurales pueden desempeñar un papel como «factor relevante» al decidir si se concede una prórroga del plazo, pero esto último solo es posible si se cumplen los dos requisitos, que se hayan adoptado medidas efectivas y que la evolución macroeconómica haya sido adversa. El 8 de diciembre, el Eurogrupo invitó a los Estados miembros cuyos proyectos de planes presupuestarios cumplen en líneas generales las disposiciones del PEC a velar por el cumplimiento de dichas disposiciones en los procesos presupuestarios nacionales, y acogió con satisfacción su compromiso de adoptar medidas compensatorias en caso necesario. Además, el Eurogrupo instó a los Estados miembros cuyos planes corren el riesgo de incumplir las normas del componente preventivo a tomar medidas adicionales en el momento oportuno, con el fin de abordar los riesgos asociados a una convergencia adecuada con miras a la consecución sus objetivos a medio plazo, así como a respetar la regla sobre la deuda. A su vez, los países sujetos al componente corrector del PEC deben asegurar la corrección de sus déficits excesivos dentro del plazo fijado y una convergencia adecuada para alcanzar sus objetivos a medio plazo posteriormente, así como el respeto de la regla sobre la deuda. A tal fin, Austria, Bélgica, Italia, Francia, Portugal y España se comprometieron a adoptar las medidas necesarias para cerrar las brechas identificadas por la Comisión, garantizando así el cumplimiento de las normas del PEC.

Es importante que la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios sea objeto de un seguimiento estructurado, lo que exige una aplicación íntegra y consistente del marco de gobernanza macroeconómica y fiscal vigente en la zona del euro.

## ARTÍCULO

# PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE DICIEMBRE DE 2014 ELABORADAS POR LOS EXPERTOS DEL EUROSISTEMA PARA LA ZONA DEL EURO<sup>1</sup>



*La actividad económica se ha debilitado más de lo previsto a principios de año, debido principalmente a la inesperada atonía del crecimiento de las exportaciones y de la inversión. De acuerdo con las proyecciones, la fase actual de crecimiento modesto continuará en 2015. No obstante, diversos factores favorables, tanto externos como internos, entre ellos la orientación muy acomodaticia de la política monetaria de la zona del euro —reforzada por las medidas convencionales y no convencionales adoptadas en junio y en septiembre de 2014— deberían hacer notar sus efectos durante 2015, y se espera que posteriormente el crecimiento del PIB real muestre un ritmo ligeramente más dinámico. Se prevé que el crecimiento del PIB real se incremente un 0,8% en 2014, un 1,0% en 2015 y un 1,5% en 2016. Puesto que estas tasas superan de forma creciente el potencial de crecimiento estimado, la brecha de producción se cerrará paulatinamente durante el horizonte temporal de las proyecciones, aunque en 2016 seguirá siendo negativa. Las perspectivas de crecimiento del PIB real se han revisado notablemente a la baja respecto de las proyecciones publicadas en la edición de septiembre de 2014 del Boletín Mensual.*

*La inflación medida por el IAPC de la zona del euro seguirá siendo baja a corto plazo y experimentará un incremento gradual durante el horizonte temporal de las proyecciones. Se prevé que se incremente, en promedio, un 0,5% en 2014, un 0,7% en 2015 y un 1,3% en 2016. El reciente descenso de los precios del petróleo ha frenado significativamente las perspectivas de inflación a corto plazo. No obstante, se espera que la reducción gradual de la brecha de producción negativa y el aumento de las presiones externas sobre los precios, reforzado por la depreciación del euro, respalden un incremento de la inflación medida por el IAPC durante el horizonte de las proyecciones. Con todo, la persistente holgura de la economía impedirá un repunte vigoroso de la inflación. En comparación con las proyecciones publicadas en la edición de septiembre de 2014 del Boletín Mensual, las perspectivas para la inflación medida por el IAPC se han revisado significativamente a la baja.*

*En el presente artículo se resumen las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro en el período comprendido entre 2014 y 2016. Las proyecciones para un horizonte temporal tan largo están sujetas a un grado de incertidumbre muy elevado<sup>2</sup>, lo que debe tenerse en cuenta al interpretarlas. Debe subrayarse asimismo que las recientes medidas no convencionales de política monetaria han sido tenidas en cuenta en estas proyecciones solo en la medida en que han afectado ya a las variables financieras, y que no se han incorporado otros canales de transmisión. Esto implica que el escenario de referencia muy probablemente subestime el impacto del paquete de medidas de política monetaria.*

### ENTORNO INTERNACIONAL

Según las proyecciones, la recuperación mundial seguirá ganando intensidad, si bien gradualmente. El crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro) repuntará durante el horizonte contemplado, desde el 3,6% en 2014 hasta el 4,2% en 2016. Sin embargo, se espera que la recuperación siga siendo desigual en las distintas regiones. Tras la acusada debilidad de la actividad a principios de 2014, la dinámica del crecimiento en algunas economías avanzadas fuera de la zona del euro se ha ido reafirmando en términos generales. En contraste, el ritmo del crecimiento en las economías emergentes ha seguido siendo contenido, y ha mostrado cierta divergencia entre regiones. A más largo plazo, la actividad mundial debería reforzarse de forma gradual, aunque aún se espera que la recuperación siga siendo

1 Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema son una aportación a la valoración que el Consejo de Gobierno realiza de la evolución económica y los riesgos para la estabilidad de precios. En la publicación titulada «A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises» (BCE, junio de 2001), disponible en el sitio web del BCE, se facilita información sobre los procedimientos y técnicas utilizados. La fecha límite de recepción de los últimos datos incluidos en este ejercicio fue el 20 de noviembre de 2014.

2 Véase el artículo titulado «An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections» en el Boletín Mensual de mayo de 2013.

## Cuadro I Entorno internacional

(tasas de variación anuales)

	Diciembre 2014				Septiembre 2014			Revisiones desde septiembre de 2014		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB real mundial (excluida la zona del euro)	3,7	3,6	4,0	4,2	3,7	4,2	4,3	-0,1	-0,1	-0,1
Comercio mundial (excluida la zona del euro) <sup>1)</sup>	3,4	2,7	3,9	5,2	3,9	5,5	5,9	-1,2	-1,6	-0,7
Demanda externa de la zona del euro <sup>2)</sup>	2,9	2,3	3,4	4,9	3,5	5,0	5,6	-1,2	-1,6	-0,6

Nota: las revisiones se calculan a partir de cifras sin redondear.

1) Calculado como la media ponderada de las importaciones.

2) Calculada como la media ponderada de las importaciones de los socios comerciales de la zona del euro.

modesta. Si bien algunas de las principales economías avanzadas se están beneficiando de la atenuación de los factores adversos, el incremento de los retos estructurales y el endurecimiento de las condiciones financieras hacen improbable que las economías emergentes recuperen las tasas de crecimiento anteriores a la crisis.

La dinámica del comercio mundial ha seguido siendo débil en el primer semestre del año. Sin embargo, se espera que el crecimiento del comercio mundial haya alcanzado un mínimo en el segundo trimestre y se estima que repuntará durante el horizonte de las proyecciones, desde el 2,7% en 2014 hasta el 5,2% en 2016 (excluida la zona del euro). Su elasticidad respecto de la actividad mundial al final del horizonte contemplado se mantendrá por debajo del nivel registrado antes de la crisis. Considerando que el ritmo de expansión de las importaciones de los principales socios comerciales de la zona del euro será más lento que el del resto del mundo, el crecimiento de la demanda exterior de la zona será ligeramente más débil que el del comercio mundial (véase el cuadro 1).

En comparación con las proyecciones macroeconómicas publicadas en la edición de septiembre de 2014 del Boletín Mensual, las perspectivas de crecimiento mundial se han revisado ligeramente a la baja, mientras que la corrección a la baja de las perspectivas para la demanda externa de la zona del euro ha sido más significativa. Las revisiones de las perspectivas para la demanda externa de la zona del euro reflejan unos resultados peores de lo previsto, así como una revisión a la baja de la senda ascendente de la elasticidad del comercio mundial respecto de la actividad hacia su nivel a largo plazo, a fin de compensar errores de previsión anteriores.

## Recuadro I

### SUPUESTOS TÉCNICOS RELATIVOS A LOS TIPOS DE INTERÉS, LOS TIPOS DE CAMBIO, LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS Y LAS POLÍTICAS FISCALES

Los supuestos técnicos relativos a los tipos de interés y a los precios de las materias primas se basan en las expectativas de los mercados consideradas hasta el 13 de noviembre de 2014, fecha de cierre de los datos. Los tipos de interés a corto plazo se miden por el euríbor a tres meses y las expectativas de los mercados se basan en los tipos de interés de los futuros. Según esta metodología, el nivel medio de los tipos de interés a corto plazo será del 0,2% en 2014 y del 0,1% en 2015 y 2016. Las expectativas de los mercados sobre el rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro muestran un nivel medio del 2,0% en 2014, del 1,8% en 2015 y del 2,1%

## Supuestos técnicos

	Diciembre 2014				Septiembre 2014			Revisiones desde septiembre de 2014 <sup>1</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Euríbor a tres meses (en porcentaje, por año)	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-0,1	-0,1
Rendimiento de la deuda pública a diez años (en porcentaje, por año)	2,9	2,0	1,8	2,1	2,3	2,2	2,5	-0,2	-0,4	-0,4
Precio del petróleo (en USD por barril)	108,8	101,2	85,6	88,5	107,4	105,3	102,7	-5,7	-18,8	-13,8
Precios de las materias primas no energéticas, en USD (tasa de variación anual)	-5,0	-6,3	-4,8	3,8	-4,8	0,1	4,4	-1,5	-4,9	-0,6
Tipo de cambio USD/EUR	1,33	1,33	1,25	1,25	1,36	1,34	1,34	-1,9	-6,7	-6,7
Tipo de cambio efectivo nominal del euro (TCEN-20) (tasa de variación anual)	3,8	0,5	-2,8	0,0	1,4	-0,8	0,0	-0,9	-2,0	0,0

Nota: las revisiones se calculan a partir de cifras sin redondear.

1) Las revisiones se expresan en porcentajes para los niveles, en diferencias para las tasas de crecimiento y en puntos porcentuales para los tipos de interés y los rendimientos de los bonos.

en 2016<sup>1</sup>. Como reflejo de la trayectoria de los tipos de interés de mercado a plazo y de la transmisión gradual de las variaciones de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés aplicados a los préstamos, se espera que los tipos de interés compuestos aplicados por las entidades a los préstamos concedidos al sector privado no financiero de la zona del euro desciendan ligeramente en 2014 y 2015 y que experimenten una subida modesta durante 2016.

Con respecto a los precios de las materias primas, sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros en las dos semanas previas al 13 de noviembre, se considera que los precios del barril de Brent se reducirán desde los 102,6 dólares estadounidenses registrados en el tercer trimestre de 2014 hasta los 85,6 en 2015, y que subirán hasta los 88,5 en 2016. Los precios de las materias primas no energéticas en dólares estadounidenses descenderán considerablemente en 2014 y 2015 y aumentarán en 2016<sup>2</sup>.

Se estima que los tipos de cambio bilaterales permanecerán estables durante el horizonte de las proyecciones en los niveles medios registrados en las dos semanas previas al 13 de noviembre de 2014. Esto implica que el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense se situará en 1,33 en 2014 y en 1,25 en 2015 y 2016.

Los supuestos relativos a la política fiscal se basan en la información sobre la ejecución de los presupuestos de 2014, la información incluida en los borradores o los textos definitivos de las leyes presupuestarias para 2015, los planes presupuestarios provisionales presentados en el contexto del Semestre Europeo y los planes presupuestarios nacionales a medio plazo disponibles hasta el 20 de noviembre de 2014. Se incluyen todas las medidas que ya han sido aprobadas por los Parlamentos nacionales o que han sido concretadas con suficiente detalle por los Gobiernos y probablemente se

1 El supuesto referido al rendimiento nominal de la deuda pública a diez años de la zona del euro se basa en la media ponderada de los rendimientos del bono de referencia a diez años de los países, ponderada por las cifras del PIB anual y ampliada por la trayectoria futura derivada del rendimiento de todos los bonos a la par a diez años de la zona del euro estimado por el BCE, manteniendo constante la discrepancia inicial entre las dos series durante el horizonte temporal de las proyecciones. Se asume que los diferenciales entre los rendimientos de la deuda pública de cada país y la media correspondiente de la zona del euro se mantienen constantes durante el período considerado.

2 Los supuestos relativos a los precios del petróleo y de las materias primas alimenticias se basan en los precios de los futuros hasta el final del horizonte temporal de las proyecciones. Los supuestos referidos a otras materias primas no energéticas reflejan los precios de los futuros hasta el último trimestre de 2015 y, a partir de entonces, una evolución acorde con la actividad económica mundial. Los precios agrícolas en origen en la UE (en euros), que se utilizan para predecir los precios de consumo de los alimentos, se proyectan sobre la base de un modelo econométrico que tiene en cuenta la evolución de los precios internacionales de las materias primas alimenticias.



aprueben tras su tramitación legislativa. En conjunto, la información sobre la ejecución presupuestaria en 2014 y sobre las medidas fiscales previstas para 2015 muestra el carácter fundamentalmente neutral de las políticas fiscales discrecionales en la zona del euro. Las medidas de saneamiento presupuestario adoptadas en algunos países se ven compensadas en gran parte por las rebajas de los impuestos directos aplicadas en varios países y por el aumento del gasto.

En comparación con la edición de septiembre de 2014 del Boletín Mensual, las variaciones de los supuestos técnicos incluyen un descenso considerable de los precios del petróleo y de las materias primas no energéticas denominados en dólares estadounidenses, una depreciación del tipo de cambio efectivo del euro y una bajada de los tipos de interés a corto y a largo plazo en la zona del euro.

#### **PROYECCIONES RELATIVAS AL CRECIMIENTO DEL PIB REAL**

La evolución económica reciente no ha confirmado la recuperación que se esperaba a principios de este año. El PIB real registró un crecimiento modesto durante el segundo y tercer trimestre de 2014, debido a la desaparición gradual de factores temporales que habían respaldado la actividad en el primer trimestre. El debilitamiento mayor de lo esperado de la actividad ha tenido lugar en un entorno de moderación de la evolución del comercio mundial, de aumento de la preocupación relativa a las perspectivas del crecimiento interno alimentada posiblemente por el estancamiento de los procesos de reforma económica en algunos países, de persistencia de las tensiones geopolíticas y de un repunte menor de lo esperado de la inversión residencial en algunos países.

De acuerdo con las proyecciones, el crecimiento del PIB real mantendrá su atonía a corto plazo. El impacto de los factores adversos que obstaculizaron el crecimiento en los primeros meses del año seguirá pesando en el crecimiento durante los próximos trimestres. Así se deduce de los indicadores de confianza empresarial y de los consumidores, que se han debilitado desde primavera y cuyos niveles apuntan actualmente a una continuación apenas modesta de la actividad a corto plazo. En particular, se estima que la actividad inversora privada seguirá siendo débil en los primeros meses de 2015.

No obstante, algunas variables fundamentales siguen siendo positivas y respaldan el repunte esperado a partir de 2015. La demanda interna debería beneficiarse de la orientación acomodaticia de la política monetaria y de una mejora del funcionamiento del proceso de transmisión de la política monetaria —reforzada además por las medidas convencionales y no convencionales adoptadas recientemente por el BCE—, de una orientación presupuestaria prácticamente neutral tras años de considerables restricciones y de cierta mejora de las condiciones de la oferta de crédito. Asimismo, el consumo privado debería beneficiarse de un repunte de la renta real disponible derivado, en particular, del efecto favorable de la bajada de los precios de las materias primas, aunque también del aumento, si bien moderado, del crecimiento de los salarios y del empleo y, en el contexto de la mejora del crecimiento de los beneficios, del incremento de otras rentas personales (incluidos los beneficios distribuidos). Por otra parte, durante el horizonte de las proyecciones, la actividad general se verá respaldada en mayor medida por el impacto favorable de un fortalecimiento progresivo esperado de la demanda exterior en las exportaciones, reforzado por los efectos de la depreciación del euro.

Con todo, las proyecciones estiman que la recuperación seguirá siendo modesta en términos históricos debido a que diversos factores continúan lastrando el crecimiento a medio plazo. La necesidad de nuevos ajustes en los balances de los sectores público y privado disminuirá gradualmente durante el horizonte temporal considerado. Asimismo, los efectos adversos sobre el consumo privado derivados de las elevadas tasas de desempleo de algunos países se atenuarán gradualmente, mientras que los amplios niveles

de capacidad productiva sin utilizar en algunos países continuarán frenando el gasto de inversión. De acuerdo con las proyecciones, en términos de medias anuales, el crecimiento del PIB real se situará en un 0,8 % en 2014, un 1,0 % en 2015 y un 1,5 % en 2016.

Considerando los componentes de la demanda con mayor detalle, el gasto en consumo privado mantiene su dinámica de moderación durante el horizonte de las proyecciones, debido a un repunte de la renta real disponible. Tras varios años de pronunciada debilidad, la renta real disponible experimentará una aceleración debido a un aumento de las rentas del trabajo atribuible al alza del empleo y al ligero repunte de los salarios, a la creciente contribución de otras rentas personales (relacionadas principalmente con los beneficios) y a los bajos precios de las materias primas. El incremento del patrimonio neto de los hogares y el bajo coste de la financiación respaldarán asimismo el consumo privado.

Se espera que la ratio de deuda sea plana, manteniéndose en niveles históricamente bajos, lo que refleja efectos opuestos. Por una parte, los niveles muy bajos de los tipos de interés y el descenso gradual del desempleo ejercerán un efecto a la baja. Por otra, existen efectos al alza debido a que el aumento de la renta disponible en algunos países reduce la necesidad de emplear el ahorro para el consumo. La debilidad observada de la confianza de los consumidores podría reforzar el ahorro por motivos de precaución. Además, en algunos países, las presiones de desapalancamiento de los hogares siguen siendo elevadas, lo que ejerce efectos al alza adicionales sobre la tasa de ahorro.

Las perspectivas de inversión residencial siguen siendo débiles. La inversión residencial cobrará cierto dinamismo en 2015, a medida que la actividad se recupere en un entorno de tipos de interés hipotecarios bajos y mejores condiciones de oferta de crédito, y que las necesidades de ajuste vayan desapareciendo. Sin embargo, en algunos países, el ajuste en los mercados de la vivienda y el crecimiento aún lento de la renta real disponible siguen frenando la construcción residencial. Además, en algunos países, el impacto favorable de los niveles históricamente bajos de los tipos hipotecarios parece ser menor que lo esperado anteriormente.

Diversos factores deberían respaldar la inversión empresarial, como el fortalecimiento gradual esperado de la demanda interna y externa, el nivel muy bajo de los tipos de interés, la necesidad de modernizar los bienes de capital tras varios años de debilidad de la inversión, la mejora de las condiciones de la oferta de crédito, y cierto reforzamiento de los márgenes a medida que la actividad se recupere. Además, se espera que las dificultades derivadas de las necesidades de desapalancamiento del sector empresarial disminuyan gradualmente tras el descenso de la ratio de deuda en relación con el PIB observado en los últimos años. Sin embargo, los niveles de deuda siguen siendo elevados, por lo que las necesidades de desapalancamiento podrían continuar obstaculizando el crecimiento.

Se estima que el crecimiento de la inversión empresarial seguirá siendo bastante bajo a corto plazo. A pesar de los factores de respaldo mencionados, la confianza empresarial ha descendido recientemente. Parece que el impacto de algunos factores adversos tiene un peso significativo en la inversión empresarial, especialmente unas condiciones financieras que, aunque están mejorando, siguen siendo desfavorables en algunos países, la preocupación acerca de la lentitud de las reformas estructurales en algunos países y la persistencia de tensiones de carácter geopolítico. Asimismo, la incertidumbre relativa a las perspectivas de la demanda pesan sobre la inversión empresarial.

Se prevé que la demanda externa de la zona del euro repunte moderadamente a medida que se recupere la actividad mundial. Las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro aumentarán ligeramente en el segundo semestre de 2014, en consonancia, en líneas generales, con la demanda externa. Se

**Cuadro 2 Proyecciones macroeconómicas para la zona del euro<sup>1</sup>**

(tasas de variación anual)

	Diciembre 2014				Septiembre 2014			Revisiones desde septiembre de 2014 <sup>2)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
PIB real <sup>3)</sup>	-0,4	0,8	1,0	1,5	0,9	1,6	1,9	0,0	-0,6	-0,3
		[0,7 - 0,9] <sup>4)</sup>	[0,4 - 1,6] <sup>4)</sup>	[0,4 - 2,6] <sup>4)</sup>	[0,7 - 1,1] <sup>4)</sup>	[0,6 - 2,6] <sup>4)</sup>	[0,6 - 3,2] <sup>4)</sup>			
Consumo privado	-0,6	0,8	1,3	1,2	0,7	1,4	1,6	0,1	-0,2	-0,4
Consumo público	0,3	0,9	0,5	0,4	0,7	0,4	0,4	0,2	0,0	-0,1
Formación bruta de capital fijo	-2,5	0,7	1,4	3,2	1,1	3,1	3,9	-0,5	-1,8	-0,7
Exportaciones <sup>5)</sup>	2,2	3,2	3,2	4,8	3,1	4,5	5,3	0,0	-1,3	-0,5
Importaciones <sup>5)</sup>	1,3	3,3	3,7	4,9	3,5	4,5	5,3	-0,3	-0,8	-0,3
Empleo	-0,9	0,4	0,6	0,5	0,3	0,6	0,7	0,1	0,0	-0,2
Tasa de desempleo (% de la población activa)	11,9	11,6	11,2	10,9	11,6	11,2	10,8	0,0	0,0	0,2
IAPC	1,4	0,5	0,7	1,3	0,6	1,1	1,4	-0,1	-0,4	-0,1
		[0,5 - 0,5] <sup>4)</sup>	[0,2 - 1,2] <sup>4)</sup>	[0,6 - 2,0] <sup>4)</sup>	[0,5 - 0,7] <sup>4)</sup>	[0,5 - 1,7] <sup>4)</sup>	[0,7 - 2,1] <sup>4)</sup>			
IAPC excluida la energía	1,4	0,8	1,1	1,3	0,8	1,3	1,6	0,0	-0,2	-0,2
IAPC excluidos la energía y los alimentos	1,1	0,8	1,0	1,3	0,9	1,2	1,5	0,0	-0,2	-0,2
IAPC excluidos la energía, los alimentos y las variaciones de los impuestos indirectos <sup>6)</sup>	1,0	0,7	1,0	1,3	0,8	1,2	1,5	0,0	-0,2	-0,2
Costes laborales unitarios	1,3	1,1	1,1	0,8	1,0	0,8	1,1	0,1	0,4	-0,3
Remuneración por asalariado	1,7	1,6	1,5	1,8	1,6	1,8	2,2	0,0	-0,3	-0,4
Productividad del trabajo	0,4	0,5	0,4	1,0	0,6	1,0	1,1	-0,1	-0,6	-0,1
Saldo presupuestario de las Administraciones Públicas (en % del PIB)	-2,9	-2,6	-2,5	-2,2	-2,6	-2,4	-1,9	0,0	-0,1	-0,3
Saldo presupuestario estructural (en % del PIB) <sup>7)</sup>	-2,3	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	-1,9	-0,2	-0,1	-0,1
Deuda bruta de las Administraciones Públicas (en % del PIB)	90,8	92,0	91,8	91,1	93,9	93,1	91,5	-1,9	-1,3	-0,4
Balanza por cuenta corriente (en % del PIB)	2,0	2,1	2,2	2,4	2,3	2,3	2,4	-0,1	0,0	0,0

1) Las proyecciones para 2015 y 2016 incluyen a Lituania. Las tasas medias de variación anuales en 2015 se basan en una composición de la zona del euro en 2014 que ya incluye a Lituania.

2) Las revisiones se calculan a partir de cifras sin redondear.

3) Datos ajustados por días laborables.

4) Los intervalos en torno a las proyecciones se basan en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas en los últimos años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de esas diferencias. El método utilizado para calcular los intervalos, que prevé una corrección para tener en cuenta acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges» (BCE, diciembre de 2009), que puede consultarse en el sitio web del BCE.

5) Incluido el comercio interno de la zona del euro.

6) El subíndice se basa en estimaciones del impacto efectivo de los impuestos indirectos. Puede diferir de los datos de Eurostat, que asumen una transmisión plena e inmediata del impacto de los impuestos al IAPC.

7) Calculado como saldo presupuestario ajustado de efectos transitorios del ciclo económico y de medidas temporales adoptadas por los Gobiernos (para más detalles sobre el enfoque del SEBC, véase *Working Paper Series*, n.º. 77, BCE, septiembre de 2001 y *Working Paper Series*, n.º. 579, BCE, enero de 2007). La proyección del saldo estructural no se obtiene a partir de una medida agregada de la brecha de producción. Según la metodología del SEBC, los componentes cíclicos se calculan por separado para diferentes partidas de ingresos y gastos. Para más detalles, véase el recuadro titulado «Ajuste cíclico del saldo presupuestario de las Administraciones Públicas» del Boletín Mensual de marzo de 2012 y el recuadro titulado «El saldo estructural como indicador de la posición presupuestaria subyacente» de la edición de septiembre de 2014 del Boletín Mensual.

proyecta que las exportaciones cobren dinamismo en 2015, debido al fortalecimiento gradual de la demanda externa y al impacto favorable de la reciente depreciación del euro. Las cuotas de mercado de las exportaciones se mantendrán en líneas generales sin variación durante el horizonte temporal considerado. Las importaciones de fuera de la zona del euro apenas crecerán ligeramente durante dicho período,

como reflejo de la debilidad del crecimiento de la demanda de la zona del euro y del descenso del tipo de cambio del euro. Según las proyecciones, la contribución de las exportaciones netas al crecimiento del PIB real hacia el final del período considerado será positiva, aunque modesta. Se prevé que el actual superávit por cuenta corriente se incremente durante el horizonte de las proyecciones hasta un 2,4 % del PIB en 2016.

Comparativamente, el crecimiento del empleo ha registrado recientemente un repunte rápido y sustancial. El empleo empezó a mostrar una recuperación ya a mediados de 2013, inicialmente en términos de horas trabajadas y posteriormente también en términos de personas. En el segundo trimestre de 2014, el empleo se situó, en términos interanuales, en el 0,4 %, frente a un crecimiento del PIB real del 0,8 %. Esta recuperación relativamente rápida parece reflejar el impacto al alza de la pasada moderación salarial y, probablemente, el efecto positivo de las recientes reformas de los mercados de trabajo. Dichas reformas —consistentes, por ejemplo, en la descentralización de la negociación salarial, la reducción de la protección al empleo y la adopción de acuerdos laborales más flexibles— parecen haberse traducido en una respuesta del empleo a la evolución del producto comparativamente más rápida y sustancial de lo observado históricamente, si bien con algunas diferencias notables entre países.

Se espera que las condiciones de los mercados de trabajo de la zona del euro registren una ligera mejora durante el período contemplado. El empleo continuará su modesta recuperación en el segundo semestre de 2014 y mantendrá en líneas generales este dinamismo durante el horizonte proyectado. La recuperación del empleo refleja la continuación del patrón de respuesta comparativamente rápida y vigorosa al repunte de la actividad. La población activa aumentará moderadamente debido a la inmigración y a medida que la mejora progresiva de los mercados de trabajo estimule la participación de determinados segmentos de población. La tasa de desempleo descenderá durante el horizonte de las proyecciones, aunque se mantendrá bastante más alta que antes de la crisis.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas publicadas en el Boletín Mensual de septiembre de 2014, la proyección de crecimiento del PIB real para el período comprendido entre 2014 y 2016 se ha revisado a la baja en 1,0 puntos porcentuales. La revisión obedece a un debilitamiento de las perspectivas para las exportaciones, debido a que las perspectivas para la demanda externa de la zona del euro se han revisado a la baja significativamente, como reflejo de unos resultados peores de lo previsto, así como de una revisión a la baja de la senda ascendente de la elasticidad del comercio mundial respecto de la actividad hacia su nivel a largo plazo. La revisión a la baja del crecimiento se debe asimismo a una disminución de la inversión empresarial en vista del reciente descenso de la confianza, y al aumento de la preocupación por las perspectivas de crecimiento interno. La inversión residencial también se ha revisado a la baja considerablemente como consecuencia de la mayor necesidad de ajuste que aún debe realizarse en los mercados inmobiliarios de algunos países y del hecho de que parece que el impacto de los niveles históricamente bajos de los tipos hipotecarios ha sido sobrestimado en proyecciones anteriores. El consumo privado también se ha corregido a la baja, debido a la revisión a la baja del crecimiento de la remuneración por asalariado y al descenso mayor de lo esperado de los beneficios distribuidos, como reflejo de la mayor debilidad general del entorno económico.

Las medidas no convencionales de política monetaria adoptadas recientemente solo están incluidas en el escenario de referencia a través de su impacto en los datos ya observados y en los supuestos técnicos financieros basados en los mercados, es decir, los tipos de interés del mercado y las cotizaciones bursátiles, incluido el tipo de cambio. Por tanto, dicho escenario probablemente subestime los efectos favorables de dichas medidas ya que no incluye canales adicionales (véase el recuadro 2).

## Recuadro 2

### **INCLUSIÓN EN LAS PROYECCIONES DE LAS MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA NO CONVENCIONALES ADOPTADAS RECIENTEMENTE**

Los paquetes de medidas de política monetaria de apoyo al crédito anunciados el 5 de junio y el 4 de septiembre de 2014 incluían un conjunto de medidas no convencionales ejecutadas mediante operaciones de crédito (operaciones de financiación a más largo plazo con objetivo específico) y operaciones simples (un programa de adquisiciones de bonos de titulización de activos y un programa de adquisiciones de bonos garantizados).

El impacto de estas medidas en las perspectivas de crecimiento e inflación se refleja en el escenario de referencia solo en la medida en que hayan afectado ya a variables financieras, a saber, los tipos de interés, las cotizaciones bursátiles y el tipo de cambio del euro. Como resultado de este enfoque técnico, el escenario de referencia no recoge otros posibles canales, por ejemplo, el canal de transmisión directo asociado al descenso de los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro como resultado de estas medidas. Un segundo canal no incluido en el escenario de referencia es la reestructuración de las carteras, que refleja la posibilidad de que las grandes inyecciones de liquidez en cada una de las tres medidas de política monetaria aumenten los incentivos de los inversores para reducir su exceso de tenencias de efectivo mediante la compra de instrumentos financieros alternativos distintos de los adquiridos por el banco central, lo que aumentaría la presión sobre su precio y reduciría sus rendimientos.

Por tanto, en general, el escenario de referencia probablemente subestime el impacto de los paquetes de medidas de política monetaria, lo que representa un riesgo al alza para las proyecciones de crecimiento e inflación en dicho escenario.

### **PROYECCIONES SOBRE PRECIOS Y COSTES**

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación medida por el IAPC se situó en el 0,3 % en noviembre de 2014. El bajo nivel actual de la tasa de inflación refleja la debilidad de los precios energéticos debido a los recientes descensos de los precios del crudo, la baja inflación de los precios de los alimentos, y la débil tendencia de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios.

Se espera que la inflación medida por el IAPC se mantenga en niveles bajos a corto plazo y aumente gradualmente hasta el final del horizonte de proyección, hasta una tasa del 1,4 % en el último trimestre de 2016. El incremento de la inflación medida por el IAPC durante el horizonte temporal de las proyecciones será resultado de la reducción gradual de la brecha negativa de producción y del aumento de las presiones externas sobre los precios. Este aumento refleja, en particular, un cambio de signo de las presiones, que ahora apuntan al alza, derivado de los precios de las materias primas y de los efectos de la transmisión de la anterior depreciación del euro.

La holgura que persiste en la economía de la zona del euro, junto con la moderada evolución prevista de los precios de las materias primas, impedirán un repunte más sustancial de la inflación en la zona del euro. De acuerdo con las proyecciones, la brecha negativa de producción se reducirá solo parcialmente hasta 2016, lo que implica que los incrementos de los salarios y los márgenes de beneficios serán limitados. En conjunto, la inflación medida por el IAPC se mantendrá en niveles muy bajos, situándose en una tasa media del 0,5 % en 2014, del 0,7 % en 2015 y del 1,3 % en 2016. La inflación medida por el

IAPC excluyendo la energía y los alimentos se situará en promedio en el 0,8% en 2014, el 1,0% en 2015 y el 1,3% en 2016.

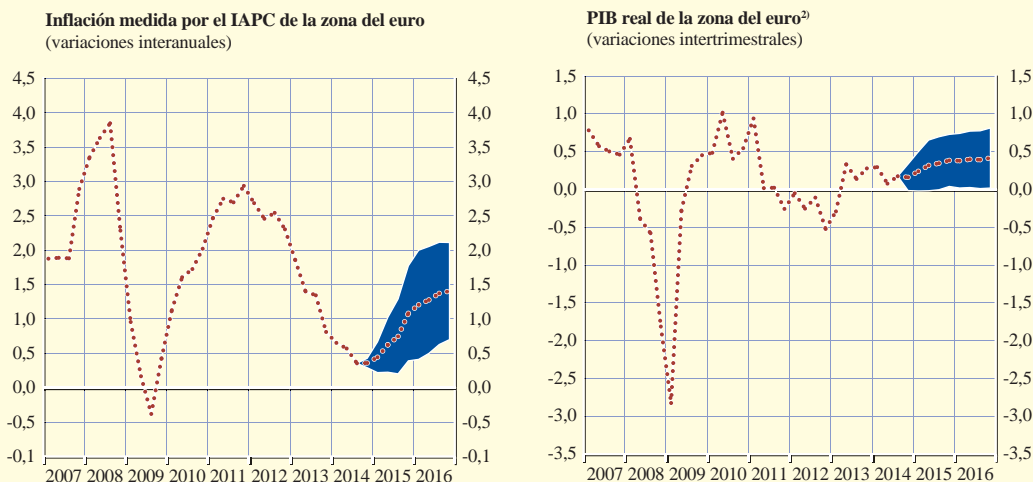
Si bien las presiones externas sobre los precios debilitan actualmente las expectativas de inflación, se espera que aumenten durante el horizonte temporal de las proyecciones, como consecuencia del incremento esperado de la demanda mundial, la depreciación del euro y el incremento de los precios de las materias primas que se estima se producirá en 2016. La evolución de los precios externos ha reforzado en el pasado reciente las presiones a la baja sobre los precios en la zona del euro. La atonía del crecimiento mundial, los descensos de los precios del petróleo y de otras materias primas y la anterior apreciación del euro se han traducido en bajadas de precios de importación de la zona del euro en 2013 y 2014. A más largo plazo, a medida que estos efectos desaparezcan gradualmente, se espera que el deflactor de las importaciones de fuera de la zona aumente en 2016.

Las mejoras de los mercados de trabajo y la menor holgura de la economía traerán incrementos moderados de las presiones sobre los precios internos durante el horizonte temporal que abarcan las proyecciones. Se estima que el crecimiento de la remuneración por asalariado aumentará ligeramente durante el horizonte considerado, aunque seguirá siendo bajo debido a los actuales procesos de ajuste y a la moderación salarial aplicados en varios países de la zona del euro. El entorno de baja inflación contribuye asimismo a las modestas perspectivas salariales. El crecimiento de los costes laborales unitarios descenderá ligeramente a lo largo del período contemplado, como consecuencia de que el pequeño repunte de la remuneración por asalariado se ha visto compensado con creces por el mayor crecimiento de la productividad. La modesta evolución de los costes laborales unitarios es una de las principales fuentes del descenso de las presiones internas sobre los costes esperado hasta el final del horizonte temporal de las proyecciones.

Se espera que los márgenes de beneficio (calculados como la diferencia entre el deflactor del PIB al coste de los factores y el crecimiento de los costes laborales unitarios) se reduzcan en 2014, se establezcan

Gráfico 1 Proyecciones macroeconómicas <sup>1</sup>

(datos trimestrales)



1) Los intervalos en torno a las proyecciones se basan en las diferencias entre las cifras observadas y las proyecciones elaboradas en los últimos años. La amplitud de estos intervalos es dos veces el valor absoluto medio de esas diferencias. El método utilizado para calcular los intervalos, que prevé una corrección para tener en cuenta acontecimientos excepcionales, se explica en la publicación titulada «New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges» (BCE, diciembre de 2009), que también puede consultarse en la dirección del BCE en Internet.

2) Datos ajustados por días laborables.



en 2015 y repunten en 2016 como resultado del fortalecimiento de la actividad económica y, en particular, de una moderación de la evolución de los costes laborales unitarios.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas publicadas en el Boletín Mensual de septiembre de 2014, las proyecciones de inflación medida por el IAPC se han revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales para 2014, en 0,4 puntos porcentuales para 2015 y en 0,1 puntos porcentuales para 2016. Estas revisiones reflejan principalmente el descenso de los precios del petróleo en euros, algunas sorpresas a la baja relacionadas con los resultados recientes de los componentes no energéticos, y el efecto de las revisiones a la baja de las perspectivas de crecimiento. En 2016 dicho efecto es compensado parcialmente por un mayor impacto alcista del componente energético del IAPC debido al descenso del tipo de cambio y a una variación al alza de los futuros sobre los precios del petróleo en comparación con las proyecciones de septiembre. También se ha revisado a la baja la inflación medida por el IAPC excluidos los alimentos y la energía, debido a una dinámica más débil de los salarios y de los márgenes de beneficio y a la transmisión indirecta de los efectos de la reciente depreciación del tipo de cambio.

#### **PERSPECTIVAS DE LAS FINANZAS PÚBLICAS**

Las políticas fiscales tendrán en líneas generales una orientación neutra durante el horizonte temporal contemplado en las proyecciones. Se espera que la orientación fiscal, medida como una variación del saldo primario ajustado de ciclo sea ligeramente expansiva en 2014 y 2015 y neutra en 2016, en contraste con el tono significativamente restrictivo observado en años anteriores.

La ratio de déficit público se reducirá gradualmente durante el horizonte temporal considerado. Este descenso se verá respaldado por la mejora de la posición cíclica de la economía de la zona del euro. Se prevé que el saldo presupuestario estructural mejore ligeramente durante el horizonte de las proyecciones, como reflejo de la orientación en general neutra de la política fiscal. La ratio de deuda pública comenzará a reducirse a partir de 2015, debido a las recientes mejoras del saldo primario y a un diferencial más favorable entre el crecimiento y los tipos de interés.

En comparación con las proyecciones fiscales publicadas en la edición de septiembre de 2014 del Boletín Mensual, las perspectivas del déficit y la dinámica de la deuda se han deteriorado en cierta medida como resultado de unas perspectivas macroeconómicas menos favorables y de una ligera relajación del grado de discrecionalidad de las políticas fiscales. La revisión a la baja de la ratio de la deuda en relación con el PIB obedece principalmente a la aplicación de la nueva norma estadística SEC 2010.

#### **Recuadro 3**

##### **ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD**

Las proyecciones se basan en gran medida en supuestos técnicos referidos a la evolución de determinadas variables fundamentales. Puesto que algunas de esas variables pueden tener un impacto considerable en las proyecciones de la zona del euro, la sensibilidad de estas últimas con respecto a trayectorias alternativas de dichos supuestos puede ayudar al análisis de los riesgos inherentes a las proyecciones. En este recuadro se examina la incertidumbre en torno a tres supuestos fundamentales y la sensibilidad de las proyecciones en relación con esos supuestos<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Todas las simulaciones se han realizado sobre la base del supuesto de que no se producirán modificaciones de las políticas, ni de las demás variables relativas a los supuestos técnicos y al entorno internacional de la zona del euro.

### 1) Una trayectoria alternativa de los precios del petróleo

Los supuestos referidos a los precios del petróleo empleados en estas proyecciones de los expertos del Eurosistema se derivan de las expectativas de los mercados medidas por los precios de los futuros sobre el petróleo. Al cierre de los datos el 13 de noviembre, sobre la base de la trayectoria implícita en los mercados de futuros en las dos semanas previas, se proyectaba que los precios del barril de Brent se reducirían desde los 102,6 dólares estadounidenses registrados en el tercer trimestre de 2014 hasta los 85,6 dólares estadounidenses en 2015, y que repuntarían hasta los 88,5 dólares estadounidenses en 2016. Sin embargo, después de la fecha de cierre, los precios del petróleo y de los futuros sobre el petróleo bajaron adicionalmente en un entorno de amplitud de la oferta y debilidad de la demanda de petróleo, en particular después de que la OPEP decidió el 27 de noviembre de 2014 mantener los niveles de producción actuales. El 2 de diciembre de 2014, los precios de los futuros sobre el petróleo implicaban que el precio del barril de Brent descenderían hasta 73,2 dólares estadounidenses en 2015 y subirían hasta 78,1 en 2016, es decir, a niveles inferiores en un 14,5% y un 11,7% a los recogidos en el escenario de base de las proyecciones.

De acuerdo con los modelos macroeconómicos utilizados por los expertos del Eurosistema, la evolución alternativa de los precios del petróleo podría reducir la inflación medida por el IAPC en la zona del euro en torno a 0,4 puntos porcentuales respecto al escenario de referencia de las proyecciones en 2015 y 0,1 puntos porcentuales respecto al escenario de referencia de las proyecciones en 2016. Al mismo tiempo, esta evolución alternativa de los precios del petróleo podría reforzar el crecimiento del PIB real alrededor de 0,1 puntos porcentuales en 2015 y 2016.

### 2) Una trayectoria alternativa del tipo de cambio

El escenario de referencia supone que el tipo de cambio efectivo del euro no variará hasta el final del período considerado. No obstante, el euro podría depreciarse si se produjera un deterioro de las expectativas de crecimiento de la zona del euro en comparación con la economía estadounidense, o en caso de expectativas de orientaciones de política monetaria divergentes entre ambas economías, relacionadas con expectativas de los mercados de un período prolongado de tipos de interés bajos en la zona del euro y una normalización más rápida en Estados Unidos. Una trayectoria alternativa del euro, que reflejaría una depreciación más intensa, se ha derivado del percentil 25 de la distribución obtenida de las densidades neutrales al riesgo implícitas en las opciones sobre el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense el 13 de noviembre de 2014. Esta trayectoria implica una depreciación gradual del euro frente al dólar estadounidense hasta un tipo de cambio de 1,17 en 2016, que es un 6,1% inferior al contemplado en el escenario de referencia. Los supuestos relativos al tipo de cambio efectivo nominal del euro reflejan regularidades históricas, según las cuales las oscilaciones del tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense son reflejo de las variaciones del tipo de cambio efectivo con una elasticidad de en torno al 52%. Esto se traduce en una divergencia gradual del tipo de cambio efectivo del euro respecto al escenario de referencia hasta un 3,2% por debajo del escenario de referencia en 2016. En este escenario, los resultados de varios modelos de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema apuntan a un aumento del crecimiento del PIB real de entre 0,1 y 0,3 puntos porcentuales, y a un incremento de la inflación medida por el IAPC de entre 0,1 y 0,4 puntos porcentuales, en 2015 y 2016.

### 3) Medidas de consolidación fiscal adicionales

Como se indica en el recuadro 1, los supuestos relativos a la política fiscal incluyen todas las medidas que ya hayan sido aprobadas por los Parlamentos nacionales o que hayan sido concretadas con

suficiente detalle por los Gobiernos y cuya aprobación sea probable tras su tramitación legislativa. Para la mayoría de países, las medidas incluidas en el escenario de referencia de las proyecciones son menos restrictivas que las exigencias de consolidación fiscal incluidas en las vertientes correctiva y preventiva del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. El compromiso de cumplir dichas exigencias queda en general reflejado en los programas de estabilidad de 2014 y en los documentos del programa de la UE y el FMI. No obstante, es frecuente que las medidas necesarias para lograr esos objetivos no se adopten o no tengan el suficiente nivel de detalle. En consecuencia, no se han tenido en cuenta en el escenario de referencia de las proyecciones. Por tanto, no solo es necesario, sino también probable, que varios Gobiernos adopten antes del final de 2016 medidas de consolidación adicionales, además de las incluidas en el escenario de referencia.

### **Supuestos en los que se basa el análisis de sensibilidad fiscal**

El análisis de sensibilidad fiscal toma como punto de partida la «brecha fiscal» entre los objetivos presupuestarios de los Gobiernos y los supuestos presupuestarios en que se basan las proyecciones. Las condiciones y la información específicas de cada país en términos de tamaño y composición se utilizan para calcular posibles necesidades adicionales de consolidación fiscal. En concreto, la información específica de cada país trata de reflejar incertidumbres relativas a los objetivos fiscales, la posibilidad de que se adopten medidas adicionales de consolidación fiscal cuyo impacto recaiga sobre la demanda agregada en lugar de sobre otros factores reductores del déficit, y los efectos de retroalimentación macroeconómicos conexos.

De acuerdo con este enfoque, se estima que es probable que en 2015 y 2016 se adopten medidas de consolidación fiscal adicionales cuyo impacto recaerá sobre la demanda, lo que situaría el saneamiento adicional acumulado en aproximadamente un 0,2% del PIB al final de 2016. En cuanto a la composición de las medidas fiscales, el análisis de sensibilidad intenta incorporar perfiles temporales específicos para cada país en relación con los esfuerzos adicionales más probables. En este ejercicio, a nivel agregado de la zona del euro, se estima que la consolidación fiscal está en cierta manera orientada al lado del gasto de los presupuestos.

### **Impacto macroeconómico de las medidas de consolidación fiscal adicionales**

Los resultados de la simulación del impacto sobre el crecimiento del PIB real y sobre la inflación medida por el IAPC en la zona del euro obtenidos del análisis de sensibilidad fiscal basado en el nuevo modelo general para el conjunto de la zona del euro del BCE (NAWM<sup>2</sup>) se resumen en el cuadro que figura a continuación.

El impacto de las medidas de consolidación fiscal adicionales en el crecimiento del PIB real es limitado en 2014 y 2015, aunque se estima que se situará en aproximadamente -0,1 puntos porcentuales en 2016. Se estima que el impacto de la inflación medida por el IAPC será muy poco significativo durante todo el horizonte temporal de las proyecciones.

Por tanto, el actual análisis apunta a riesgos a la baja modestos para el escenario de referencia de las proyecciones de crecimiento del PIB real en 2016, puesto que no todas las medidas de consolidación

2 Para una descripción del nuevo modelo general para el conjunto de la zona del euro (NAWM), véase Christoffel, K., Coenen, G. y Warne, A., «The New Area-Wide Model of the euro area: micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis», *Working Paper Series*, n.º 944, BCE, octubre de 2008.

**Efectos macroeconómicos estimados de las medidas de consolidación fiscal adicionales en el crecimiento del PIB y en la inflación medida por el IAPC en la zona del euro**

(en porcentaje del PIB)

	2014	2015	2016
Objetivos presupuestarios de las Administraciones Públicas <sup>1)</sup>	-2,7	-2,2	-1,7
Escenario de referencia de las proyecciones fiscales	-2,6	-2,5	-2,2
Medidas adicionales de saneamiento presupuestario (acumulado) <sup>2)</sup>	0,0	0,0	0,2
Efectos de las medidas adicionales de saneamiento presupuestario (puntos porcentuales) <sup>3)</sup>			
Crecimiento del PIB real	0,0	0,0	-0,1
Inflación medida por el IAPC	0,0	0,0	0,0

1) Objetivos nominales incluidos en los documentos del programa más reciente de la UE y el FMI para los países interesados; para los demás países, objetivos nominales incluidos en los borradores de los planes presupuestarios o en las leyes presupuestarias aprobadas para 2015, o en los programas de estabilidad actualizados de 2014.

2) Análisis de sensibilidad basado en las estimaciones de los expertos del Eurosistema.

3) Desviaciones del escenario de referencia en puntos porcentuales del crecimiento del PIB real y de la inflación medida por el IAPC (ambas en términos anuales). El impacto macroeconómico se simula empleando el nuevo modelo general del BCE para el conjunto de la zona del euro.

fiscal previstas han sido incluidas en dicho escenario. Al mismo tiempo, existen riesgos muy poco significativos para las proyecciones de inflación.

Debe subrayarse que este análisis de sensibilidad fiscal se refiere únicamente a los posibles efectos a corto plazo de las medidas de consolidación fiscal adicionales que previsiblemente se adopten. Aunque incluso las medidas de consolidación fiscal bien diseñadas suelen tener efectos negativos a corto plazo en el crecimiento del PIB real, existen efectos positivos a más largo plazo que no se manifiestan en el horizonte temporal contemplado en este análisis<sup>3)</sup>. En consecuencia, sus resultados no deberían interpretarse como un argumento para cuestionar la necesidad de acometer esfuerzos adicionales de consolidación fiscal durante el horizonte temporal contemplado por las proyecciones. De hecho, dichos esfuerzos son necesarios para restablecer la solidez de las finanzas públicas de la zona del euro. De no producirse dicha consolidación, existe el riesgo de que la fijación del precio de la deuda soberana se vea afectada negativamente. Por otra parte, podrían producirse efectos negativos sobre la confianza, lo que obstaculizaría la recuperación de la economía.

3 Para un análisis más detallado de los efectos macroeconómicos de la consolidación fiscal, véase el artículo titulado «Fiscal multipliers and the timing of consolidation», Boletín Mensual, BCE, abril de 2014.

**Recuadro 4****PREVISIONES DE OTRAS INSTITUCIONES**

Diversas instituciones, tanto organizaciones internacionales como organismos privados, han publicado previsiones para la zona del euro. Sin embargo, estas previsiones no son estrictamente comparables entre sí ni con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema, ya que las fechas de cierre de los últimos datos utilizados por cada una de ellas no coinciden. Por otro lado, difieren en cuanto a los métodos empleados (no especificados en detalle) para derivar los supuestos relativos a las variables fiscales y financieras y el entorno exterior, incluidos los precios del petróleo y de otras materias primas. Por último, existen diferencias en cuanto al método de ajuste por días laborables (véase el cuadro que figura a continuación).

Según las previsiones de otras instituciones actualmente disponibles, el crecimiento del PIB real de la zona del euro en 2014 será igual al estimado en las proyecciones de los expertos del Eurosistema,

## Comparación entre previsiones de crecimiento del PIB real y de la inflación medida por el IAPC de la zona del euro

(tasas de variación anuales)

	Fecha de publicación	Crecimiento del PIB			Inflación medida por el IAPC		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema	Diciembre 2014	0,8 [0,7-0,9]	1,0 [0,4-1,6]	1,5 [0,4-2,6]	0,5 [0,5-0,5]	0,7 [0,2-1,2]	1,3 [0,6-2,0]
Comisión Europea	Noviembre 2014	0,8	1,1	1,7	0,5	0,8	1,5
OCDE	Noviembre 2014	0,8	1,1	1,7	0,5	0,6	1,0
Barómetro de la zona del euro	Noviembre 2014	0,8	1,2	1,6	0,5	0,9	1,3
Consensus Economics Forecasts	Noviembre 2014	0,8	1,1	1,5	0,5	0,9	1,3
Encuesta a expertos en previsión económica	Noviembre 2014	0,8	1,2	1,5	0,5	1,0	1,4
FMI	Octubre 2014	0,8	1,3	1,7	0,5	0,9	1,2

Fuentes: Previsiones económicas de la Comisión Europea, otoño de 2014; Perspectivas de la Economía Mundial del FMI, octubre de 2014; Economic Outlook de la OCDE, noviembre de 2014; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; y encuesta del BCE a expertos en previsión económica.

Notas: las tasas de crecimiento anuales que figuran en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema y en las previsiones de la OCDE están ajustadas por días laborables, mientras que las tasas de crecimiento anuales que aparecen en las previsiones de la Comisión Europea y el FMI no lo están. Las demás previsiones no especifican si están ajustadas por días laborables.

y en 2015 y 2016 será similar o ligeramente superior. Se estima que en 2014 la tasa de inflación media medida por el IAPC será igual a la indicada por los expertos del Eurosistema. En 2015, las previsiones de la mayoría de las instituciones muestran niveles de inflación medida por el IAPC ligeramente superiores al proyectado por los expertos. En 2016, de acuerdo con otras previsiones disponibles, la inflación medida por el IAPC se situará, en promedio, entre el 1,0% y el 1,5%, frente al 1,3% de las proyecciones de los expertos del Eurosistema. En el momento actual, todas las previsiones disponibles para 2015 y 2016 se encuadran dentro de los intervalos estimados en las proyecciones del Eurosistema que se indican en el cuadro.

# **ESTADÍSTICAS DE LA ZONA DEL EURO**





# ÍNDICE<sup>1</sup>

## PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

S5

## I ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

1.1	Estado financiero consolidado del Eurosistema	S6
1.2	Tipos de interés oficiales del BCE	S7
1.3	Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas	S8
1.4	Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez	S9

## 2 DINERO, SISTEMA BANCARIO Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

2.1	Balance agregado de las IFM de la zona del euro	S10
2.2	Balance consolidado de las IFM de la zona del euro	S11
2.3	Estadísticas monetarias	S12
2.4	Detalle de los préstamos concedidos por las IFM	S15
2.5	Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM	S17
2.6	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
2.7	Detalle de algunas partidas del balance de las IFM, por monedas	S21
2.8	Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro	S22
2.9	Detalle de los valores mantenidos por los fondos de inversión, por emisor	S23
2.10	Balance agregado de las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización de la zona del euro	S24
2.11	Balance agregado de las empresas de seguros y fondos de pensiones de la zona del euro	S25

## 3 CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

3.1	Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales	S26
3.2	Hogares	S30
3.3	Sociedades no financieras	S31
3.4	Instituciones financieras	S32
3.5	Hogares y sociedades no financieras, resumen de indicadores	S33

## 4 MERCADOS FINANCIEROS

4.1	Valores representativos de deuda por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda	S34
4.2	Valores representativos de deuda emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento	S35
4.3	Tasas de crecimiento de los valores representativos de deuda emitidos por residentes en la zona del euro	S37
4.4	Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S39
4.5	Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro, y a sus depósitos	S41
4.6	Tipos de interés del mercado monetario	S43
4.7	Curvas de rendimientos de la zona del euro	S44
4.8	Índices bursátiles	S45

## 5 PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

5.1	IAPC, otros precios y costes	S46
5.2	Producto y demanda	S49
5.3	Mercado de trabajo	S53

<sup>1</sup> Puede solicitarse más información a través de [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu). Véase el apartado Statistical Data Warehouse, en la sección «Statistics» del sitio web del BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu>), para series de datos más largas y detalladas.

<b>6</b>	<b>FINANZAS PÚBLICAS</b>	
6.1	Recursos, empleos y déficit/superávit	<b>S55</b>
6.2	Deuda	<b>S56</b>
6.3	Ajuste entre déficit y deuda, principales activos financieros y deuda pública a valor de mercado	<b>S57</b>
6.4	Deuda pública	<b>S58</b>
6.5	Evolución de las finanzas públicas en los países de la zona del euro	<b>S59</b>
<b>7</b>	<b>TRANSACCIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR</b>	
7.1	Resumen de la balanza de pagos	<b>S60</b>
7.2	Cuenta corriente y cuenta de capital	<b>S61</b>
7.3	Cuenta financiera	<b>S63</b>
7.4	Presentación monetaria de la balanza de pagos	<b>S69</b>
7.5	Comercio exterior de bienes	<b>S70</b>
<b>8</b>	<b>TIPOS DE CAMBIO</b>	
8.1	Tipos de cambio efectivos	<b>S72</b>
8.2	Tipos de cambio bilaterales	<b>S73</b>
<b>9</b>	<b>EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO</b>	
9.1	Evolución económica y financiera en otros Estados miembros de la UE	<b>S74</b>
9.2	Evolución económica y financiera en Estados Unidos y Japón	<b>S75</b>
	<b>LISTA DE GRÁFICOS</b>	<b>S76</b>
	<b>NOTAS TÉCNICAS</b>	<b>S77</b>
	<b>NOTAS GENERALES</b>	<b>S85</b>

A partir del último trimestre de 2014, las estadísticas europeas van a adaptarse a las normas estadísticas actualizadas, al Sistema Europeo de Cuentas (SEC) 2010 y a la sexta edición del Manual de Balanza de Pagos y de Posición de Inversión Internacional del FMI (MBP6). Esta adaptación afecta a muchos de los indicadores macroeconómicos más importantes, como el PIB, la balanza por cuenta corriente, el déficit público e indicadores de endeudamiento específicos de sectores. La adaptación afectará a la sección 3, así como a las secciones 5 a 9 del anexo estadístico. Para más información sobre las nuevas normas y su implementación en los diferentes ámbitos estadísticos, véase el artículo titulado «New international standards in statistics – enhancements to methodology and data availability» en el Boletín Mensual de agosto de 2014. En el sitio web del BCE se pueden consultar explicaciones más detalladas y documentos relacionados: <http://www.ecb.europa.eu/stats/acc/ESA2010/html/index.en.html> para el SEC 2010 y <http://www.ecb.europa.eu/stats/external/bpm6/html/index.en.html> para el MBP6. En el caso del SEC 2010, véase también la información que figura en el sitio web de Eurostat [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/esa\\_2010/introduction](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/esa_2010/introduction).

#### Símbolos utilizados en los cuadros

“-”	Inexistencia del fenómeno considerado/ dato no aplicable
“.”	Dato no disponible por el momento
“...”	Cero o no significativo
“mm”	10 <sup>9</sup>
(p)	Cifra provisional
(d.)	Desestacionalizado
(s.d.)	Sin desestacionalizar



# PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

## Resumen de indicadores económicos de la zona del euro

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 1. Evolución monetaria y tipos de interés <sup>1)</sup>

	M1 <sup>2)</sup>	M2 <sup>2)</sup>	M3 <sup>2),3)</sup>	M3 <sup>2),3)</sup> Media móvil de 3 meses (centrada)	Préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro, excluidas IFM y AAPP <sup>2)</sup>	Valores representativos de deuda emitidos en euros por instituciones distintas de IFM <sup>3)</sup>	Tipo de interés a 3 meses (euríbor; porcentaje; medias del período)	Tipo al contado a 10 años (porcentaje; fin de período) <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	4,0	3,1	2,9	-	-0,2	0,7	0,57	1,72
2013	7,0	4,0	2,4	-	-1,5	0,9	0,22	2,24
2013 IV	6,4	3,1	1,5	-	-2,2	1,3	0,24	2,24
2014 I	6,0	2,4	1,2	-	-2,3	-1,3	0,30	1,82
II	5,3	2,1	1,1	-	-1,9	-1,8	0,30	1,44
III	5,8	2,6	2,0	-	-1,5	-0,8	0,16	1,06
2014 Jun	5,4	2,4	1,6	1,5	-1,8	-1,3	0,24	1,44
Jul	5,6	2,5	1,8	1,8	-1,6	-0,3	0,21	1,34
Ago	5,9	2,7	2,0	2,1	-1,5	-0,8	0,19	1,03
Sep	6,2	3,0	2,5	2,3	-1,2	-1,3	0,10	1,06
Oct	6,2	2,7	2,5	.	-1,1	.	0,08	0,96
Nov	.	.	.	.	.	.	0,08	0,80

### 2. Precios, producto, demanda y mercado de trabajo

	IAPC <sup>1)</sup>	Precios industriales	Costes laborales por hora	PIB real (d.)	Producción industrial excluida construcción	Utilización de la capacidad productiva en manufacturas (%)	Ocupados (d.)	Parados (% de la población activa; d.)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	2,5	2,8	2,0	-0,7	-2,5	78,6	-0,5	11,3
2013	1,4	-0,2	1,4	-0,5	-0,7	78,3	-0,8	12,0
2014 I	0,7	-1,6	0,6	1,0	1,3	79,8	0,0	11,8
II	0,6	-1,1	1,2	0,8	1,0	79,7	0,4	11,6
III	0,4	-1,4	.	0,8	0,6	80,0	.	11,5
2014 Jun	0,5	-0,9	-	-	0,3	-	-	11,6
Jul	0,4	-1,3	-	-	1,6	79,9	-	11,6
Ago	0,4	-1,4	-	-	-0,5	-	-	11,5
Sep	0,3	-1,4	-	-	0,6	-	-	11,5
Oct	0,4	-1,3	-	-	.	80,0	-	11,5
Nov	0,3	.	-	-	.	-	-	.

### 3. Estadísticas del sector exterior

(mm de euros, salvo indicación en contrario)

	Balanza de pagos (flujos netos)			Activos de reserva (saldos a fin de período)	Posición de inversión internacional neta (en % del PIB)	Deuda externa bruta (en % del PIB)	Tipo de cambio efectivo del euro: TCE-20 <sup>5)</sup> (índice: 1999 I = 100)		Tipo de cambio dólar estado- unidense/euro
	Cuenta corriente y cuenta de capital	Bienes	Inversiones directas y de cartera				Nominal	Real (IPC)	
2012	.	132,3	.	689,4	.	.	97,9	95,6	1,2848
2013	218,4	206,4	39,2	542,1	-13,5	114,2	101,7	98,9	1,3281
2013 IV	89,4	57,2	-9,5	542,1	-13,5	114,2	103,1	100,0	1,3610
2014 I	40,8	43,4	-18,5	570,6	-12,5	116,0	103,9	100,7	1,3696
II	48,7	60,4	-34,9	583,1	-10,7	116,8	103,8	100,1	1,3711
III	83,7	53,9	52,4	597,0	.	.	101,6	97,9	1,3256
2014 Jun	22,8	21,1	-2,9	583,1	-	-	103,0	99,3	1,3592
Jul	33,5	23,6	-12,0	585,1	-	-	102,6	98,8	1,3539
Ago	18,6	9,8	7,1	594,1	-	-	101,9	98,2	1,3316
Sep	31,7	20,5	57,3	597,0	-	-	100,4	96,7	1,2901
Oct	.	.	.	585,9	-	-	99,6	95,7	1,2673
Nov	.	.	.	.	-	-	99,5	95,6	1,2472

Fuentes: BCE, Comisión Europea (Eurostat y D. G. de Asuntos Económicos y Financieros) y Thomson Reuters.

Nota: Para más información sobre los datos, véanse los cuadros correspondientes en esta sección.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del mes, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a variaciones interanuales en la media del período. Véanse las Notas Técnicas para más información.
- M3 y sus componentes excluyen las participaciones en fondos del mercado monetario y los valores representativos de deuda hasta dos años en poder de no residentes en la zona del euro.
- Basado en las curvas de rendimientos de la deuda de las Administraciones centrales de la zona del euro con calificación AAA. Para más información, véase la sección 4.7.
- Véanse las Notas Generales para una definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.



## ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

### I.1 Estado financiero consolidado del Eurosistema

(millones de euros)

#### 1. Activo

	31 octubre 2014	7 noviembre 2014	14 noviembre 2014	21 noviembre 2014	28 noviembre 2014
<b>Oro y derechos en oro</b>	334.532	334.532	334.532	334.532	334.530
<b>Activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro</b>	262.933	261.379	263.159	264.449	264.250
<b>Activos en moneda extranjera frente a residentes en la zona del euro</b>	27.904	28.077	28.020	28.064	28.764
<b>Activos en euros frente a no residentes en la zona del euro</b>	22.340	22.148	22.608	19.702	18.668
<b>Préstamos en euros concedidos a entidades de crédito de la zona del euro</b>	527.627	502.816	496.721	498.964	513.786
Operaciones principales de financiación	118.152	98.189	98.421	102.587	114.304
Operaciones de financiación a plazo más largo	408.472	404.622	398.190	396.240	398.800
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0	0
Operaciones temporales estructurales	0	0	0	0	0
Facilidad marginal de crédito	1.003	4	110	3	682
Préstamos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	0	0	0	133	0
<b>Otros activos en euros frente a entidades de crédito de la zona del euro</b>	59.831	57.694	56.042	60.956	58.112
<b>Valores emitidos en euros por residentes en la zona del euro</b>	557.088	560.547	563.038	563.441	570.243
Valores mantenidos con fines de política monetaria	192.933	195.562	198.048	198.964	204.161
Otros valores	364.154	364.985	364.989	364.477	366.082
<b>Créditos en euros a las Administraciones Públicas</b>	26.727	26.727	26.727	26.727	26.727
<b>Otros activos</b>	233.088	235.817	237.308	236.330	238.812
<b>Total activo</b>	<b>2.052.070</b>	<b>2.029.737</b>	<b>2.028.156</b>	<b>2.033.165</b>	<b>2.053.892</b>

#### 2. Pasivo

	31 octubre 2014	7 noviembre 2014	14 noviembre 2014	21 noviembre 2014	28 noviembre 2014
<b>Billetes en circulación</b>	975.233	977.197	976.902	975.135	981.008
<b>Depósitos en euros mantenidos por entidades de crédito de la zona del euro</b>	250.027	225.181	212.688	197.579	244.076
Cuentas corrientes (incluidas las reservas mínimas)	211.585	183.130	187.042	175.536	208.255
Facilidad de depósito	38.415	42.032	25.627	22.023	35.817
Depósitos a plazo	0	0	0	0	0
Operaciones temporales de ajuste	0	0	0	0	0
Depósitos relacionados con el ajuste de los márgenes de garantía	27	19	19	19	4
<b>Otros pasivos en euros con entidades de crédito de la zona del euro</b>	4.781	4.400	4.521	4.751	4.720
<b>Certificados de deuda emitidos</b>	0	0	0	0	0
<b>Depósitos en euros de otros residentes en la zona del euro</b>	93.070	93.738	103.366	120.757	92.300
<b>Pasivos en euros con no residentes en la zona del euro</b>	39.122	40.476	39.659	41.140	39.859
<b>Pasivos en moneda extranjera con residentes en la zona del euro</b>	1.346	1.290	1.115	1.119	1.113
<b>Pasivos en moneda extranjera con no residentes en la zona del euro</b>	6.282	5.343	6.682	6.850	6.288
<b>Contrapartida de los derechos especiales de giro asignados por el FMI</b>	55.494	55.494	55.494	55.494	55.494
<b>Otros pasivos</b>	215.866	215.768	216.880	219.491	219.484
<b>Cuentas de revalorización</b>	315.537	315.537	315.537	315.537	315.537
<b>Capital y reservas</b>	95.313	95.313	95.313	95.313	94.013
<b>Total pasivo</b>	<b>2.052.070</b>	<b>2.029.737</b>	<b>2.028.156</b>	<b>2.033.165</b>	<b>2.053.892</b>

Fuente: BCE.

**1.2 Tipos de interés oficiales del BCE**

(niveles en porcentaje; variaciones en puntos porcentuales)

	Facilidad de depósito		Operaciones principales de financiación			Facilidad marginal de crédito	
			Subastas a tipo fijo	Subastas a tipo variable			
			Tipo fijo	Tipo mínimo de puja			
	Nivel	Variación	Nivel	Nivel		Variación	Nivel
	1	2	3	4	5	6	7
1999 4 Ene <sup>2)</sup>	2,75	0,75	3,00	-	-	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
9 Abr	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5 Nov	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 4 Feb	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
17 Mar	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
28 Abr	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
9 Jun	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28 <sup>3)</sup>	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
1 Sep	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
6 Oct	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001 11 May	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
31 Ago	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
18 Sep	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
9 Nov	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002 6 Dic	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 7 Mar	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
6 Jun	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005 6 Dic	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006 8 Mar	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
15 Jun	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
9 Ago	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
11 Oct	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
13 Dic	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007 14 Mar	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
13 Jun	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008 9 Jul	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
8 Oct	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
9 <sup>4)</sup>	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
15 <sup>5)</sup>	3,25	...	3,75	-	-0,50	4,25	...
12 Nov	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50
10 Dic	2,00	-0,75	2,50	-	-0,75	3,00	-0,75
2009 21 Ene	1,00	-1,00	2,00	-	-0,50	3,00	...
11 Mar	0,50	-0,50	1,50	-	-0,50	2,50	-0,50
8 Abr	0,25	-0,25	1,25	-	-0,25	2,25	-0,25
13 May	0,25	...	1,00	-	-0,25	1,75	-0,50
2011 13 Abr	0,50	0,25	1,25	-	0,25	2,00	0,25
13 Jul	0,75	0,25	1,50	-	0,25	2,25	0,25
9 Nov	0,50	-0,25	1,25	-	-0,25	2,00	-0,25
14 Dic	0,25	-0,25	1,00	-	-0,25	1,75	-0,25
2012 11 Jul	0,00	-0,25	0,75	-	-0,25	1,50	-0,25
2013 8 May	0,00	...	0,50	-	-0,25	1,00	-0,50
13 Nov	0,00	...	0,25	-	-0,25	0,75	-0,25
2014 11 Jun	-0,10	-0,10	0,15	-	-0,10	0,40	-0,35
10 Sep	-0,20	-0,10	0,05	-	-0,10	0,30	-0,10

Fuente: BCE.

- Desde el 1 de enero de 1999 hasta el 9 de marzo de 2004, la fecha se refiere a la facilidad de depósito y a la facilidad marginal de crédito. En el caso de las operaciones principales de financiación, las variaciones en el tipo de interés tienen efecto a partir de la primera operación posterior a la fecha indicada, excepto la del 18 de septiembre de 2001, que tuvo efecto el mismo día. A partir del 10 de marzo de 2004, la fecha se refiere a la facilidad de depósito, a la facilidad marginal de crédito y a las operaciones principales de financiación (las variaciones en el tipo de interés tendrán efecto a partir de la operación principal de financiación posterior a la decisión del Consejo de Gobierno), salvo indicación en contrario.
- El 22 de diciembre de 1998, el BCE anunció que, como medida excepcional, entre el 4 y el 21 de enero de 1999 se aplicaría una banda estrecha de 50 puntos básicos entre los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito, con el propósito de facilitar a los participantes en el mercado la transición al nuevo régimen.
- El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se ejecutarían mediante subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo de interés mínimo al que las entidades de contrapartida pueden realizar sus pujas.
- Con efectos a partir del 9 de octubre de 2008, el BCE redujo la banda que determinan las facilidades permanentes de 200 puntos básicos a 100 puntos básicos en torno al tipo de interés de las operaciones principales de financiación. A partir del 21 de enero de 2009, la banda de las facilidades permanentes se volvió a situar en 200 puntos básicos.
- El 8 de octubre de 2008, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarían a cabo mediante subastas a tipo de interés fijo con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación. Este cambio anuló la decisión anterior (adoptada el mismo día) de reducir en 50 puntos básicos el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación realizadas mediante subastas a tipo de interés variable.

### 1.3 Operaciones de política monetaria del Eurosistema adjudicadas mediante subastas <sup>1), 2)</sup>

(millones de euros; tipos de interés en porcentaje)

#### 1. Operaciones principales de financiación y de financiación a plazo más largo <sup>3)</sup>

Fecha de liquidación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo		Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
				Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo marginal <sup>4)</sup>	Tipo medio ponderado		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<b>Operaciones principales de financiación</b>									
2014 27 Ago	131.762	135	131.762	0,15	-	-	-	7	
3 Sep	111.199	124	111.199	0,15	-	-	-	7	
10	110.702	144	110.702	0,05	-	-	-	7	
17	105.689	138	105.689	0,05	-	-	-	7	
24	90.307	135	90.307	0,05	-	-	-	7	
1 Oct	89.075	131	89.075	0,05	-	-	-	7	
8	84.212	139	84.212	0,05	-	-	-	7	
15	82.518	132	82.518	0,05	-	-	-	7	
22	92.918	144	92.918	0,05	-	-	-	7	
29	118.152	187	118.152	0,05	-	-	-	7	
5 Nov	98.189	152	98.189	0,05	-	-	-	7	
12	98.421	151	98.421	0,05	-	-	-	7	
19	102.588	148	102.588	0,05	-	-	-	7	
26	114.304	175	114.304	0,05	-	-	-	7	
3 Dic	98.046	153	98.046	0,05	-	-	-	7	
<b>Operaciones de financiación a plazo más largo <sup>5)</sup></b>									
2014 9 Abr	28.023	35	28.023	0,25	-	-	-	35	
2 May	13.193	97	13.193	0,19	-	-	-	90	
14	32.335	54	32.335	0,25	-	-	-	28	
29	10.949	89	10.949	0,16	-	-	-	91	
11 Jun	9.970	44	9.970	0,15	-	-	-	28	
26	10.386	84	10.386	0,13	-	-	-	91	
31 Jul	6.786	91	6.786	0,10	-	-	-	91	
28 Ago	7.244	72	7.244	0,06	-	-	-	91	
24 Sep <sup>6)</sup>	82.602	255	82.602	0,15	-	-	-	1.463	
25 <sup>7)</sup>	10.971	90	10.971	.	-	-	-	84	
30 Oct <sup>7)</sup>	10.161	102	10.161	.	-	-	-	91	
27 Nov <sup>7)</sup>	18.348	96	18.348	.	-	-	-	91	

#### 2. Otras operaciones de subasta

Fecha de liquidación	Tipo de operación	Importe de las pujas	Número de participantes	Importe adjudicado	Subastas a tipo fijo		Subastas a tipo variable			Vencimiento a [...] días
					Tipo fijo	Tipo mínimo de puja	Tipo máximo de puja	Tipo marginal <sup>4)</sup>	Tipo medio ponderado	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2014 12 Mar	Captación de depósitos a plazo fijo	219.077	159	175.500	-	-	0,25	0,23	0,21	7
19	Captación de depósitos a plazo fijo	223.227	160	175.500	-	-	0,25	0,22	0,21	7
26	Captación de depósitos a plazo fijo	180.901	138	175.500	-	-	0,25	0,25	0,22	7
2 Abr	Captación de depósitos a plazo fijo	199.721	152	175.500	-	-	0,25	0,23	0,21	7
9	Captación de depósitos a plazo fijo	192.515	156	172.500	-	-	0,25	0,24	0,22	7
16	Captación de depósitos a plazo fijo	153.364	139	153.364	-	-	0,25	0,25	0,23	7
23	Captación de depósitos a plazo fijo	166.780	139	166.780	-	-	0,25	0,25	0,23	7
30	Captación de depósitos a plazo fijo	103.946	121	103.946	-	-	0,25	0,25	0,24	7
7 May	Captación de depósitos a plazo fijo	165.533	158	165.533	-	-	0,25	0,25	0,23	7
14	Captación de depósitos a plazo fijo	144.281	141	144.281	-	-	0,25	0,25	0,24	7
21	Captación de depósitos a plazo fijo	137.465	148	137.465	-	-	0,25	0,25	0,24	7
28	Captación de depósitos a plazo fijo	102.878	119	102.878	-	-	0,25	0,25	0,25	7
4 Jun	Captación de depósitos a plazo fijo	119.200	140	119.200	-	-	0,25	0,25	0,24	7
11	Captación de depósitos a plazo fijo	108.650	122	108.650	-	-	0,15	0,15	0,13	7

Fuente: BCE.

- Los datos pueden ser ligeramente diferentes a los que aparecen en la sección 1.1, debido a operaciones que han sido adjudicadas, pero no se han liquidado.
- Con efectos a partir de abril de 2002, las operaciones desdobladas (*split tender operations*), es decir, las operaciones con vencimiento a una semana ejecutadas mediante subastas estándar en paralelo a una operación principal de financiación, se clasifican como operaciones principales de financiación.
- El 8 de junio de 2000, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 28 de junio de 2000, las operaciones principales de financiación del Eurosistema se ejecutarían mediante subastas a tipo variable. El tipo mínimo de puja se refiere al tipo de interés mínimo al que las entidades de contrapartida pueden realizar sus pujas. El 8 de octubre de 2008, el BCE anunció que, a partir de la operación que se liquidaría el 15 de octubre, las operaciones principales de financiación semanales se llevarían a cabo mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo, con adjudicación plena, al tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación. El 4 de marzo de 2010, el BCE decidió volver a aplicar procedimientos de subasta a tipo de interés variable en las operaciones regulares de financiación a plazo más largo con vencimiento a tres meses a partir de la operación que se adjudicaría el 28 de abril de 2010 y se liquidaría el 29 de abril de 2010.
- En las operaciones de inyección (absorción) de liquidez, el tipo marginal se refiere al tipo de interés más bajo (más alto) al que se aceptan las pujas.
- En el caso de las operaciones liquidadas el 22 de diciembre de 2011 y el 1 de marzo de 2012, al cabo de un año las entidades de contrapartida tienen la posibilidad de devolver total o parcialmente la liquidez recibida en estas operaciones, en cualquier fecha que coincida con la fecha de liquidación de la operación principal de financiación.
- En estas operaciones de financiación a plazo más largo, el tipo al que se cubrieron todas las pujas estaba indexado a la media de los tipos mínimo de puja de las operaciones principales de financiación que se llevaron a cabo en la vida de la operación. Los tipos de interés que se indican para estas operaciones de financiación a plazo más largo indexadas se han redondeado a dos decimales. Para conocer el método de cálculo preciso, consúltense las Notas Técnicas.
- Operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico. Para más información, véase el sitio web del BCE (<http://www.ecb.int>), sección «Monetary Policy», apartado «Instruments», subapartado «Open market operations».



**1.4 Estadísticas de reservas mínimas y de liquidez**

(mm de euros; medias de las posiciones diarias en el período, salvo indicación en contrario; tipos de interés en porcentaje)

**1. Base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas**

Pasivos computables en (fin de período):	Total	Pasivos a los que se les aplica un coeficiente de reservas positivo <sup>1)</sup>			Pasivos a los que se aplica un coeficiente de reservas nulo		
		Depósitos a la vista y depósitos a plazo o disponibles con preaviso hasta 2 años	Valores representativos de deuda hasta 2 años		Depósitos a plazo o disponibles con preaviso a más de 2 años	Cesiones temporales	Valores representativos de deuda a más de 2 años
	1	2	3	4	5	6	
2010	18.948,1	9.962,6	644,3	2.683,3	1.335,4	4.322,5	
2011	18.970,0	9.790,9	687,7	2.781,2	1.303,5	4.406,8	
2012	18.564,7	9.971,7	637,5	2.583,9	1.163,1	4.208,4	
2013	17.847,1	9.811,6	518,8	2.447,1	1.152,6	3.917,1	
2014 May	18.077,2	10.002,9	543,9	2.356,2	1.270,3	3.903,9	
Jun	17.990,3	10.022,5	546,3	2.342,3	1.208,3	3.870,9	
Jul	18.038,7	10.030,9	550,1	2.326,6	1.295,5	3.835,6	
Ago	17.417,3	10.055,1	561,8	1.654,3	1.303,8	3.842,3	
Sep	18.100,5	10.135,5	555,6	2.305,8	1.250,4	3.853,2	

**2. Reservas mantenidas**

Período de mantenimiento que finaliza en:	Reservas obligatorias	Cuentas corrientes de las entidades de crédito	Exceso de reservas	Incumplimientos	Tipo de interés de las reservas mínimas
	1	2	3	4	5
2010	211,8	212,5	0,7	0,5	1,00
2011	207,7	212,2	4,5	0,0	1,25
2012	106,4	509,9	403,5	0,0	0,75
2013	103,3	220,2	116,9	0,0	0,25
2014 8 Jul	104,4	214,3	109,8	0,0	0,15
12 Ago	105,0	210,2	105,2	0,0	0,15
9 Sep	105,2	210,1	104,9	0,0	0,15
7 Oct	105,3	192,6	87,3	0,0	0,05
11 Nov	105,7	188,3	82,8	0,0	0,05
9 Dic	106,5	.	.	.	.

**3. Liquidez**

Período de mantenimiento que finaliza en:	Factores de inyección de liquidez					Factores de absorción de liquidez					Cuentas corrientes de entidades de crédito	Base monetaria
	Operaciones de política monetaria del Eurosistema					Billetes en circulación	Depósitos de la Administración Central en el Eurosistema	Otros factores (neto)				
	Activos netos en oro y moneda extranjera del Eurosistema	Operaciones principales de financiación	Operaciones de financiación a plazo más largo	Facilidad marginal de crédito	Otras operaciones de inyección de liquidez <sup>2)</sup>				Facilidad de depósito	Otras operaciones de absorción de liquidez <sup>3)</sup>		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2010	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1.073,1
2011	622,1	238,0	389,0	4,4	260,3	253,7	200,5	869,4	63,8	-85,9	212,2	1.335,3
2012	708,0	74,0	1.044,1	1,6	277,3	231,8	208,5	889,3	121,1	144,5	509,9	1.631,0
2013	550,8	91,6	625,3	0,1	241,5	48,3	177,4	925,9	80,2	57,2	220,2	1.194,4
2014 10 Jun	536,8	148,1	507,8	0,1	215,9	28,3	126,0	951,0	111,5	-0,4	192,3	1.171,6
8 Jul	540,0	111,7	460,1	0,1	209,0	23,9	27,2	958,1	110,0	-12,5	214,3	1.196,3
12 Ago	547,6	106,6	414,7	0,3	202,2	24,6	0,0	967,6	92,4	-23,6	210,2	1.202,5
9 Sep	547,8	114,7	387,4	0,2	196,3	25,2	0,0	971,8	66,2	-27,0	210,1	1.207,1
7 Oct	552,1	98,9	398,2	0,2	194,7	24,3	0,0	971,3	78,4	-22,5	192,6	1.188,2
11 Nov	562,0	95,2	412,5	0,3	193,3	31,0	0,0	973,6	76,1	-5,7	188,3	1.192,8

Fuente: BCE.

- 1) A partir del período de mantenimiento que comenzó el 18 de enero de 2012 se aplica un coeficiente del 1%. En todos los períodos de mantenimiento anteriores se aplica un coeficiente del 2%.
- 2) Incluye la liquidez proporcionada en el marco del programa de adquisiciones de bonos garantizados (*covered bonds*) y del Programa para los Mercados de Valores del Eurosistema.
- 3) Incluye la liquidez absorbida como resultado de las operaciones de *swaps* de divisas del Eurosistema. Para más información, véase <http://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/index.en.html>.



# DINERO, SISTEMA BANCARIO Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

## 2.1 Balance agregado de las IFM de la zona del euro <sup>1)</sup>

(mm de euros; saldos vivos a fin de período)

### 1. Activo

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores representativos de deuda emitidos por residentes en la zona del euro				Particip. emitidas por fondos del mercado monetario <sup>3)</sup>	Acciones y participac. emitidas por residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos	
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	IFM	Total	AAPP	Otros sectores residentes						IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Eurosistema</b>														
2012	5.288,1	3.351,2	16,9	1,0	3.333,3	723,1	568,4	10,5	144,2	-	23,4	799,9	8,3	382,3
2013	4.073,0	2.283,2	15,0	1,2	2.267,1	715,3	567,6	24,9	122,8	-	25,0	632,4	8,3	408,7
2014 II	3.735,9	1.897,2	13,6	1,2	1.882,4	706,4	569,4	15,6	121,3	-	27,0	675,0	8,1	422,3
III	3.722,6	1.867,2	13,6	1,2	1.852,4	698,0	562,8	14,5	120,6	-	26,7	688,3	8,1	434,2
2014 Jul	3.654,1	1.815,5	13,6	1,2	1.800,7	699,3	564,3	14,2	120,7	-	26,5	680,3	8,1	424,5
Ago	3.673,8	1.830,6	13,6	1,2	1.815,8	695,3	560,2	14,3	120,9	-	26,7	686,1	8,1	426,9
Sep	3.722,6	1.867,2	13,6	1,2	1.852,4	698,0	562,8	14,5	120,6	-	26,7	688,3	8,1	434,2
Oct <sup>(p)</sup>	3.693,3	1.852,8	13,6	1,2	1.837,9	691,7	555,2	15,6	120,9	-	26,6	678,7	8,2	435,4
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>														
2012	32.694,8	17.987,2	1.153,4	11.043,4	5.790,4	4.901,8	1.627,0	1.423,3	1.851,6	66,8	1.227,8	4.045,7	214,7	4.250,9
2013	30.442,9	16.981,3	1.082,3	10.648,4	5.250,6	4.673,4	1.694,3	1.335,8	1.643,3	58,1	1.232,5	3.854,3	210,6	3.432,7
2014 II	30.730,0	16.887,3	1.087,3	10.604,7	5.195,3	4.693,0	1.808,5	1.302,7	1.581,8	45,4	1.236,7	4.076,4	203,2	3.588,1
III	31.195,3	16.819,6	1.085,6	10.578,7	5.155,4	4.673,3	1.840,3	1.283,1	1.549,8	44,1	1.239,3	4.300,7	204,0	3.914,2
2014 Jul	30.890,7	16.869,5	1.096,6	10.572,1	5.200,9	4.673,1	1.800,5	1.307,0	1.565,6	43,3	1.238,1	4.173,0	203,5	3.690,2
Ago	31.097,2	16.806,6	1.086,0	10.535,1	5.185,5	4.680,4	1.831,1	1.295,9	1.553,4	47,1	1.236,3	4.190,1	203,5	3.933,1
Sep	31.195,3	16.819,6	1.085,6	10.578,7	5.155,4	4.673,3	1.840,3	1.283,1	1.549,8	44,1	1.239,3	4.300,7	204,0	3.914,2
Oct <sup>(p)</sup>	31.161,0	16.781,8	1.093,5	10.553,9	5.134,4	4.652,2	1.867,6	1.272,7	1.511,8	43,5	1.231,7	4.289,5	204,8	3.957,7

### 2. Pasivo

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de residentes en la zona del euro				Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>3)</sup>	Valores representativos de deuda y participaciones <sup>4)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos
			Total	Administración Central	Otras AAPP y otros sectores residentes	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosistema</b>											
2012	5.288,1	938,2	3.062,2	81,4	64,5	2.916,4	-	0,0	536,6	298,7	452,5
2013	4.073,0	982,4	2.004,3	62,3	40,1	1.901,9	-	0,0	406,3	202,2	477,8
2014 II	3.735,9	986,1	1.652,4	101,1	50,0	1.501,4	-	0,0	459,4	148,7	489,2
III	3.722,6	998,3	1.596,9	51,0	39,4	1.506,4	-	0,0	479,6	143,0	504,8
2014 Jul	3.654,1	996,3	1.564,8	98,2	45,9	1.420,7	-	0,0	464,4	136,4	492,1
Ago	3.673,8	998,1	1.566,2	63,8	37,4	1.465,0	-	0,0	473,8	140,7	495,0
Sep	3.722,6	998,3	1.596,9	51,0	39,4	1.506,4	-	0,0	479,6	143,0	504,8
Oct <sup>(p)</sup>	3.693,3	1.002,2	1.579,7	52,9	47,1	1.479,7	-	0,0	469,1	133,8	508,7
<b>IFM, excluido el Eurosistema</b>											
2012	32.694,8	-	17.195,3	169,6	10.870,4	6.155,3	534,7	4.848,9	2.344,0	3.494,8	4.277,2
2013	30.442,9	-	16.646,2	152,5	10.940,5	5.553,1	462,9	4.352,6	2.398,6	3.106,7	3.476,1
2014 II	30.730,0	-	16.725,3	214,9	10.984,5	5.525,9	437,6	4.236,3	2.455,1	3.226,1	3.649,7
III	31.195,3	-	16.648,7	189,6	11.025,3	5.433,8	458,5	4.197,4	2.490,1	3.434,4	3.966,2
2014 Jul	30.890,7	-	16.716,1	194,6	10.986,7	5.534,8	452,3	4.210,5	2.462,9	3.301,6	3.747,3
Ago	31.097,2	-	16.695,9	182,7	11.036,7	5.476,5	459,8	4.195,7	2.479,5	3.309,5	3.956,9
Sep	31.195,3	-	16.648,7	189,6	11.025,3	5.433,8	458,5	4.197,4	2.490,1	3.434,4	3.966,2
Oct <sup>(p)</sup>	31.161,0	-	16.624,0	181,7	11.038,0	5.404,3	472,5	4.121,9	2.479,4	3.431,1	4.032,1

Fuente: BCE.

- 1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- 2) Importes emitidos por residentes en la zona del euro. Los importes emitidos por no residentes están incluidos en «Activos frente a no residentes en la zona del euro».
- 3) Saldos mantenidos por residentes en la zona del euro.
- 4) Los saldos de valores distintos de acciones y participaciones hasta dos años en poder de no residentes están incluidos en «Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro».

**2.2 Balance consolidado de las IFM de la zona del euro <sup>1)</sup>**

(mm de euros; saldos vivos a fin de período; operaciones realizadas en el período)

**1. Activo**

	Total	Préstamos y créditos a residentes en la zona del euro			Valores representativos de deuda emitidos por residentes en la zona del euro			Acciones y particip. emitidas por otros residentes en la zona del euro	Activos frente a no residentes en la zona del euro	Activo fijo	Resto de activos <sup>2)</sup>
		Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro	Total	AAPP	Otros residentes en la zona del euro				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldos vivos											
2012	26.251,1	12.214,6	1.170,3	11.044,3	3.629,2	2.195,4	1.433,8	767,0	4.845,6	222,9	4.571,8
2013	24.647,4	11.746,8	1.097,3	10.649,6	3.622,6	2.261,8	1.360,8	792,1	4.486,8	218,9	3.780,2
2014 II	25.130,8	11.706,8	1.100,9	10.605,9	3.696,2	2.377,9	1.318,3	805,5	4.751,3	211,3	3.959,6
III	25.682,3	11.679,0	1.099,2	10.579,8	3.700,8	2.403,2	1.297,7	804,2	4.989,0	212,2	4.297,1
2014 Jul	25.303,0	11.683,4	1.110,1	10.573,3	3.686,1	2.364,8	1.321,3	805,7	4.853,3	211,5	4.063,1
Ago	25.536,4	11.635,8	1.099,5	10.536,3	3.701,4	2.391,3	1.310,1	802,7	4.876,2	211,6	4.308,6
Sep	25.682,3	11.679,0	1.099,2	10.579,8	3.700,8	2.403,2	1.297,7	804,2	4.989,0	212,2	4.297,1
Oct <sup>(p)</sup>	25.696,2	11.662,2	1.107,1	10.555,1	3.711,2	2.422,8	1.288,3	800,3	4.968,1	213,0	4.341,4
Operaciones											
2012	90,5	-35,3	-4,6	-30,8	112,1	183,0	-70,9	38,6	-150,0	-14,0	139,1
2013	-1.619,0	-279,2	-73,7	-205,4	-26,6	46,1	-72,7	14,1	-80,8	-2,1	-1.244,5
2014 II	164,2	-19,6	-6,1	-13,5	-8,9	2,6	-11,5	5,3	68,3	1,4	117,7
III	335,3	-20,2	-3,7	-16,5	-16,8	7,7	-24,4	0,8	37,9	1,0	332,6
2014 Jul	137,0	-14,6	7,5	-22,1	-15,4	-17,8	2,4	4,0	61,2	0,3	101,6
Ago	190,5	-46,3	-10,6	-35,7	4,1	15,9	-11,8	-3,8	-7,0	0,1	243,4
Sep	7,8	40,7	-0,6	41,3	-5,4	9,6	-15,0	0,6	-16,3	0,6	-12,4
Oct <sup>(p)</sup>	42,3	-8,8	6,9	-15,7	14,3	24,8	-10,5	-0,7	-6,0	0,8	42,6

**2. Pasivo**

	Total	Efectivo en circulación	Depósitos de la Administración Central	Depósitos de otras AAPP otros sectores y residentes	Participaciones emitidas por fondos del mercado monetario <sup>3)</sup>	Valores representativos de deuda y participaciones <sup>4)</sup>	Capital y reservas	Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro	Resto de pasivos <sup>2)</sup>	Discrepancias de pasivos entre IFM con respecto a los activos
Saldos vivos										
2012	26.251,1	876,8	251,0	10.934,9	467,9	2.853,2	2.396,4	3.793,4	4.729,6	-52,1
2013	24.647,4	921,2	214,8	10.980,7	404,8	2.586,5	2.339,4	3.308,9	3.953,9	-62,6
2014 II	25.130,8	935,3	315,9	11.034,4	392,2	2.533,2	2.456,4	3.374,8	4.138,9	-50,3
III	25.682,3	947,0	240,6	11.064,7	414,4	2.526,9	2.507,9	3.577,4	4.471,0	-67,6
2014 Jul	25.303,0	944,7	292,8	11.032,6	409,0	2.524,2	2.468,4	3.438,0	4.239,4	-46,1
Ago	25.536,4	946,8	246,4	11.074,1	412,6	2.521,4	2.493,0	3.450,2	4.451,8	-59,9
Sep	25.682,3	947,0	240,6	11.064,7	414,4	2.526,9	2.507,9	3.577,4	4.471,0	-67,6
Oct <sup>(p)</sup>	25.696,2	950,6	234,6	11.085,1	429,1	2.489,2	2.490,4	3.564,9	4.540,7	-88,3
Operaciones										
2012	90,5	19,5	-5,1	180,5	-18,2	-125,3	156,0	-251,4	151,4	-16,9
2013	-1.619,0	44,4	-37,0	162,2	-46,6	-199,2	78,1	-441,6	-1.187,6	8,3
2014 II	164,2	18,8	48,8	35,9	-11,6	-20,8	17,1	-43,6	135,2	-15,6
III	335,3	11,7	-75,6	11,6	9,0	-26,1	46,7	36,9	331,9	-10,9
2014 Jul	137,0	9,4	-23,1	-4,5	16,9	-17,6	15,2	34,0	102,9	3,9
Ago	190,5	2,0	-46,4	37,0	3,7	-3,5	9,7	-5,0	204,9	-12,1
Sep	7,8	0,3	-6,1	-20,9	-11,6	-5,0	21,8	8,0	24,1	-2,7
Oct <sup>(p)</sup>	42,3	3,5	-6,1	19,1	14,8	-31,1	0,8	-12,5	78,6	-25,0

Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- En diciembre de 2010 se modificó la manera de registrar los derivados en un Estado miembro, lo que provocó un incremento en su posición.
- Saldos mantenidos por residentes en la zona del euro.
- Los saldos de valores distintos de acciones y participaciones hasta dos años en poder de no residentes están incluidos en «Otros pasivos frente a no residentes en la zona del euro».

## 2.3 Estadísticas monetarias <sup>1)</sup>

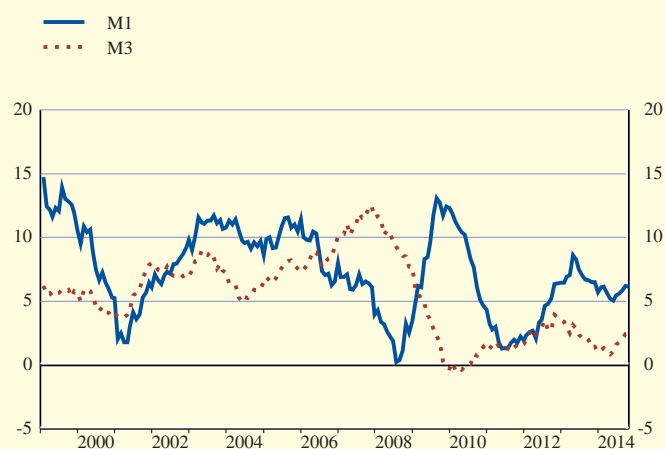
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 1. Agregados monetarios<sup>2)</sup> y contrapartidas

	M3					M3 Media móvil de 3 meses (centrada)	Pasivos financieros a más largo plazo	Crédito a las AAPP	Crédito a otros residentes en la zona del euro <sup>3)</sup>			Activos netos frente a no residentes en la zona del euro <sup>4)</sup>
	M2		M3-M2	Préstamos	Pro memoria: Préstamos ajustados de ventas y titulizaciones <sup>5)</sup>							
	M1	M2-M1							3	4	5	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Saldos vivos											
2012	5.107,5	3.884,8	8.992,3	788,7	9.780,9	-	7.570,1	3.410,8	13.069,5	10.860,0	-	1.029,8
2013	5.391,9	3.814,4	9.206,3	624,3	9.830,6	-	7.304,4	3.407,5	12.709,4	10.546,4	-	1.153,9
2014 II	5.559,3	3.802,2	9.361,5	602,5	9.964,0	-	7.294,6	3.447,9	12.587,3	10.463,9	-	1.358,3
III	5.693,8	3.784,0	9.477,8	610,5	10.088,3	-	7.331,6	3.508,9	12.560,8	10.444,0	-	1.420,2
2014 Jul	5.606,2	3.801,0	9.407,2	607,8	10.015,0	-	7.298,8	3.469,4	12.570,0	10.438,3	-	1.405,3
Ago	5.657,0	3.792,0	9.449,0	606,9	10.055,9	-	7.317,2	3.500,5	12.559,4	10.433,7	-	1.416,5
Sep	5.693,8	3.784,0	9.477,8	610,5	10.088,3	-	7.331,6	3.508,9	12.560,8	10.444,0	-	1.420,2
Oct <sup>6)</sup>	5.746,6	3.757,2	9.503,8	630,2	10.134,0	-	7.270,5	3.526,2	12.540,7	10.430,5	-	1.415,3
	Operaciones											
2012	309,5	78,9	388,5	-55,7	332,8	-	-115,3	184,9	-100,6	-69,1	-13,4	99,4
2013	291,7	-67,2	224,5	-123,6	100,9	-	-89,5	-24,5	-304,5	-247,3	-221,1	359,2
2014 II	68,3	8,0	76,3	0,7	77,0	-	-65,1	-27,6	-50,6	-47,9	7,9	83,8
III	125,7	-21,9	103,8	3,7	107,5	-	-2,6	41,5	-18,7	-10,4	-10,9	27,9
2014 Jul	46,6	-2,2	44,3	5,4	49,7	-	-2,5	15,1	-3,6	-15,1	-16,4	35,5
Ago	48,9	-9,8	39,1	-1,0	38,1	-	1,4	20,5	-10,9	-3,3	-2,8	-1,5
Sep	30,3	-9,9	20,4	-0,7	19,7	-	-1,5	5,9	-4,3	8,1	8,3	-6,0
Oct <sup>6)</sup>	50,3	-26,9	23,3	19,6	42,9	-	-34,5	21,4	-8,9	-4,4	-3,3	9,9
	Tasas de crecimiento											
2012	6,4	2,1	4,5	-6,6	3,5	3,6	-1,5	5,8	-0,8	-0,6	-0,1	99,4
2013	5,7	-1,7	2,5	-16,2	1,0	1,2	-1,2	-0,7	-2,3	-2,3	-2,0	359,2
2014 II	5,4	-1,8	2,4	-8,8	1,6	1,5	-1,6	-2,5	-2,3	-1,8	-1,1	385,4
III	6,2	-1,6	3,0	-4,4	2,5	2,3	-1,1	-0,5	-1,9	-1,2	-0,6	333,0
2014 Jul	5,6	-1,8	2,5	-7,0	1,8	1,8	-1,3	-1,8	-2,0	-1,6	-1,0	412,9
Ago	5,9	-1,7	2,7	-6,7	2,0	2,1	-1,1	-1,2	-1,9	-1,5	-0,9	379,2
Sep	6,2	-1,6	3,0	-4,4	2,5	2,3	-1,1	-0,5	-1,9	-1,2	-0,6	333,0
Oct <sup>6)</sup>	6,2	-2,1	2,7	-1,0	2,5	,	-1,8	-0,1	-1,7	-1,1	-0,5	305,7

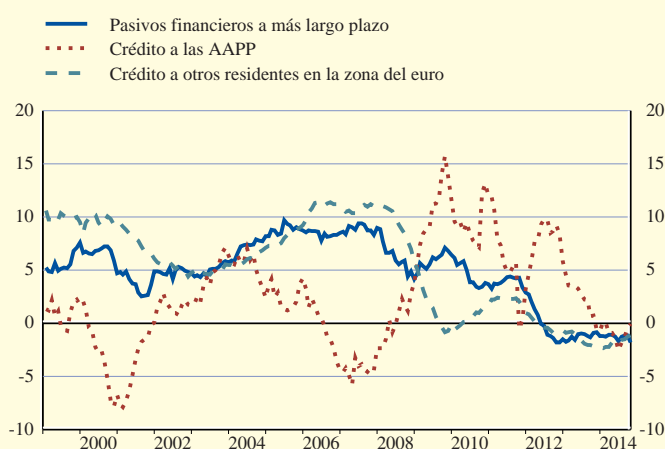
### GI Agregados monetarios <sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



### G2 Contrapartidas <sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

- 1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- 2) Pasivos monetarios de las IFM y de la Administración Central (Correos, Tesoro, etc.) frente a los sectores residentes en la zona del euro distintos de IFM, excluida la Administración Central. Véase el Glosario para la definición de M1, M2 y M3.
- 3) Excluye las adquisiciones temporales a través de entidades de contrapartida central a partir de junio de 2010; las operaciones y las tasas de crecimiento están ajustadas por este efecto.
- 4) En la sección «Tasas de crecimiento», los valores son la suma de las operaciones correspondientes a los 12 meses que finalizan en el período indicado.
- 5) Ajuste por préstamos dados de baja del balance de las IFM por ventas o titulizaciones.

## 2.3 Estadísticas monetarias <sup>1)</sup>

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 2. Componentes de los agregados monetarios y de los pasivos financieros a más largo plazo

	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales <sup>2)</sup>	Particip. en fondos del mercado monetario	Valores representativos de deuda hasta 2 años	Valores representativos de deuda a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso superior a 3 meses	Depósitos a plazo a más de 2 años	Capital y reservas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
2012	863,4	4.244,0	1.803,3	2.081,5	125,0	483,1	180,6	2.680,8	106,0	2.395,9	2.387,4
2013	908,8	4.483,2	1.691,2	2.123,2	120,0	417,7	86,5	2.506,3	91,5	2.373,3	2.333,3
2014 II	931,5	4.627,8	1.671,0	2.131,2	129,7	397,0	75,8	2.455,1	90,1	2.301,8	2.447,6
III	948,2	4.745,6	1.647,4	2.136,6	122,4	419,2	68,8	2.457,0	92,4	2.278,6	2.503,5
2014 Jul	936,3	4.669,8	1.669,4	2.131,7	128,6	409,1	70,1	2.453,3	90,7	2.292,7	2.462,1
Ago	943,3	4.713,7	1.657,9	2.134,2	128,6	404,2	74,1	2.448,4	91,9	2.289,8	2.487,2
Sep	948,2	4.745,6	1.647,4	2.136,6	122,4	419,2	68,8	2.457,0	92,4	2.278,6	2.503,5
Oct <sup>(p)</sup>	949,5	4.797,1	1.624,6	2.132,5	130,7	432,6	66,9	2.420,4	91,8	2.265,6	2.492,6
<b>Operaciones</b>											
2012	20,0	289,5	-36,0	114,9	-16,9	-20,2	-18,5	-106,4	-10,2	-156,3	157,6
2013	45,3	246,3	-111,1	43,9	-12,0	-48,8	-62,8	-137,6	-14,3	-18,6	81,0
2014 II	6,7	61,6	2,2	5,8	12,4	-6,0	-5,8	-15,8	-1,0	-54,7	6,4
III	16,7	109,1	-27,1	5,1	-8,2	8,9	3,0	-27,7	2,3	-28,4	51,1
2014 Jul	4,8	41,8	-2,6	0,4	-1,3	12,2	-5,5	-10,6	0,6	-10,2	17,7
Ago	7,0	41,9	-12,2	2,4	-0,2	-4,8	4,0	-5,5	1,1	-4,5	10,3
Sep	4,9	25,4	-12,2	2,3	-6,7	1,5	4,5	-11,6	0,6	-13,7	23,1
Oct <sup>(p)</sup>	1,3	49,0	-22,4	-4,5	8,2	13,6	-2,2	-29,6	-0,6	-11,6	7,4
<b>Tasas de crecimiento</b>											
2012	2,4	7,3	-1,9	5,9	-11,6	-3,9	-9,9	-3,8	-8,8	-6,1	7,0
2013	5,2	5,8	-6,2	2,1	-9,5	-10,4	-37,8	-5,1	-13,5	-0,8	3,4
2014 II	5,6	5,4	-4,6	0,5	5,2	-8,2	-25,8	-3,2	-6,8	-3,9	2,5
III	6,0	6,2	-3,9	0,3	9,7	-2,0	-25,2	-2,7	-1,2	-4,7	4,2
2014 Jul	5,6	5,6	-4,3	0,2	0,9	-4,0	-28,7	-2,6	-5,1	-4,2	3,3
Ago	5,8	5,9	-4,2	0,4	5,9	-5,3	-25,7	-2,3	-2,9	-4,2	3,2
Sep	6,0	6,2	-3,9	0,3	9,7	-2,0	-25,2	-2,7	-1,2	-4,7	4,2
Oct <sup>(p)</sup>	5,6	6,3	-4,9	0,2	10,2	1,0	-21,8	-4,3	-0,9	-5,4	4,6

### G3 Componentes de los agregados monetarios <sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



### G4 Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo <sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados)



Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Excluye las cesiones temporales realizadas a través de entidades de contrapartida central a partir de junio de 2010; las operaciones y las tasas de crecimiento están ajustadas por este efecto.

## 2.3 Estadísticas monetarias <sup>1)</sup>

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

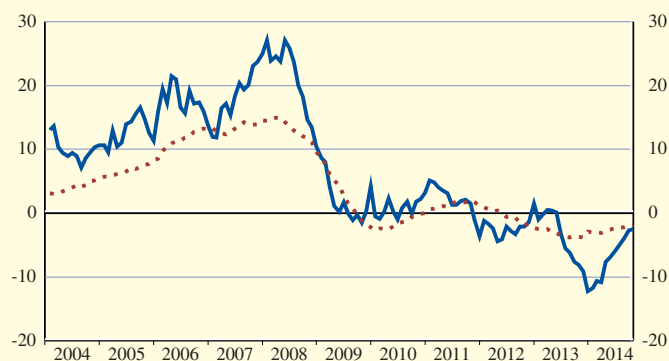
### 3. Préstamos como contrapartida de M3

	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Sociedades no financieras				Hogares <sup>3)</sup>					
	Total	Otros intermedios financieros <sup>2)</sup>	Total	Préstamos ajustados de ventas y titulizaciones <sup>4)</sup>	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Préstamos ajustados de ventas y titulizaciones <sup>4)</sup>	Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
<b>Saldos vivos</b>												
2012	89,0	984,3	4.544,6	-	1.127,9	795,6	2.621,0	5.242,3	-	602,0	3.823,6	816,7
2013	98,3	872,6	4.354,1	-	1.065,6	740,8	2.547,8	5.221,4	-	573,5	3.851,5	796,4
2014 II	99,0	867,8	4.306,1	-	1.058,1	734,0	2.514,1	5.191,0	-	570,3	3.835,3	785,4
2014 III	103,3	861,5	4.284,5	-	1.055,7	726,0	2.502,8	5.194,6	-	567,1	3.844,1	783,4
2014 Jul	102,1	851,3	4.293,9	-	1.051,2	731,1	2.511,5	5.191,0	-	571,1	3.836,6	783,3
Ago	97,8	853,9	4.290,6	-	1.049,4	730,1	2.511,0	5.191,5	-	566,8	3.843,6	781,2
Sep	103,3	861,5	4.284,5	-	1.055,7	726,0	2.502,8	5.194,6	-	567,1	3.844,1	783,4
Oct <sup>1)</sup>	102,9	857,1	4.273,5	-	1.051,3	723,7	2.498,5	5.196,9	-	568,7	3.848,1	780,1
<b>Operaciones</b>												
2012	-2,0	14,5	-107,6	-60,3	6,2	-51,4	-62,3	26,0	34,7	-17,7	48,8	-5,1
2013	9,6	-120,7	-132,8	-127,5	-44,5	-44,5	-43,7	-3,5	14,4	-18,0	27,6	-13,1
2014 II	-1,7	8,0	-18,9	-8,3	3,3	5,9	-28,1	-35,4	9,3	-2,0	-32,7	-0,7
2014 III	4,2	-5,2	-17,5	-19,3	-3,3	-6,5	-7,7	8,2	9,5	1,2	10,4	-3,4
2014 Jul	3,1	-8,1	-11,4	-13,1	-7,4	-1,8	-2,2	1,2	1,9	0,7	1,7	-1,2
Ago	-4,3	1,3	-3,4	-3,1	-1,9	-1,2	-0,3	3,1	3,3	-1,2	6,0	-1,6
Sep	5,5	1,5	-2,7	-3,1	6,0	-3,5	-5,3	3,8	4,3	1,7	2,7	-0,6
Oct <sup>1)</sup>	-0,4	-4,9	-2,9	-3,3	-2,7	-1,0	0,7	3,8	5,2	1,8	3,8	-1,7
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2012	-2,2	1,5	-2,3	-1,3	0,5	-6,0	-2,3	0,5	0,7	-2,8	1,3	-0,6
2013	10,8	-12,2	-2,9	-2,8	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014 II	4,8	-6,0	-2,3	-2,2	-2,7	-3,3	-1,9	-0,6	0,6	-1,4	-0,4	-1,4
2014 III	8,5	-2,7	-2,0	-1,8	-1,4	-3,3	-1,9	-0,5	0,5	-1,1	-0,1	-1,7
2014 Jul	7,0	-4,9	-2,3	-2,2	-2,4	-3,6	-1,9	-0,5	0,5	-1,6	-0,1	-1,4
Ago	0,3	-3,9	-2,2	-2,0	-2,2	-3,6	-1,7	-0,5	0,5	-1,6	0,0	-1,7
Sep	8,5	-2,7	-2,0	-1,8	-1,4	-3,3	-1,9	-0,5	0,5	-1,1	-0,1	-1,7
Oct <sup>1)</sup>	5,8	-2,6	-1,8	-1,6	-1,1	-3,4	-1,7	-0,4	0,6	0,1	-0,2	-1,8

### G5 Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras <sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)

- Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>
- ..... Sociedades no financieras



Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

2) Excluyen las adquisiciones temporales realizadas a través de entidades de contrapartida central a partir de junio de 2010; las operaciones y las tasas de crecimiento están ajustadas por este efecto.

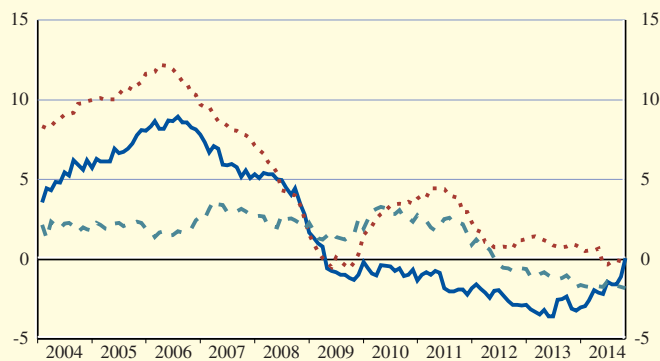
3) Incluye las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

4) Ajuste por préstamos dados de baja del balance de las IFM por ventas o titulizaciones.

### G6 Préstamos a hogares <sup>1)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)

- Crédito al consumo
- ..... Préstamos para adquisición de vivienda
- - - - - Otras finalidades





**2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM <sup>1), 2)</sup>**

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

**1. Préstamos a intermediarios financieros y sociedades no financieras**

	Empresas de seguros y fondos de pensiones				Otros intermediarios financieros				Sociedades no financieras				
	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años
					Adquisiciones temporales a través de ECC								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Saldos vivos</b>													
2013	90,0	72,6	4,1	13,3	983,6	122,1	438,6	223,4	321,7	4.345,0	1.059,2	739,7	2.546,1
2014 II	99,1	82,9	3,9	12,2	994,0	119,0	447,3	234,2	312,6	4.316,1	1.066,1	735,5	2.514,5
III	107,0	89,8	4,6	12,6	989,6	121,7	440,4	238,0	311,2	4.285,1	1.054,9	726,7	2.503,5
2014 Ago	100,7	84,0	4,5	12,1	962,6	116,9	412,0	237,9	312,8	4.282,1	1.036,9	731,4	2.513,8
Sep	107,0	89,8	4,6	12,6	989,6	121,7	440,4	238,0	311,2	4.285,1	1.054,9	726,7	2.503,5
Oct <sup>(p)</sup>	106,5	89,3	4,7	12,5	977,0	121,1	431,4	243,5	302,0	4.271,2	1.046,1	725,4	2.499,7
<b>Operaciones</b>													
2013	8,8	8,8	-0,3	0,3	-76,9	43,9	-55,6	3,6	-24,9	-133,2	-44,4	-44,6	-44,2
2014 II	-0,2	0,9	0,0	-1,1	17,1	2,3	8,3	13,6	-4,8	-8,1	7,1	8,5	-23,7
III	7,8	6,8	0,7	0,3	-3,4	2,6	1,1	1,8	-6,3	-26,9	-12,1	-7,4	-7,5
2014 Ago	-3,6	-3,6	0,0	-0,1	-10,8	-4,1	-12,5	2,5	-0,8	-20,4	-20,3	-2,0	1,9
Sep	6,3	5,7	0,1	0,4	20,9	4,7	26,5	-1,0	-4,7	6,3	17,8	-4,1	-7,3
Oct <sup>(p)</sup>	-0,5	-0,6	0,1	-0,1	-13,1	-0,5	-11,5	6,1	-7,8	-5,9	-7,1	0,0	1,2
<b>Tasas de crecimiento</b>													
2013	10,7	13,7	-7,0	2,2	-6,9	23,5	-10,5	1,7	-7,1	-3,0	-4,0	-5,6	-1,7
2014 II	4,6	5,2	5,5	0,3	-5,7	-4,5	-11,7	9,9	-5,8	-2,3	-2,8	-3,3	-1,8
III	8,6	9,4	32,9	-2,9	-2,7	-3,2	-7,7	9,5	-3,3	-2,0	-1,4	-3,3	-1,9
2014 Ago	0,6	-0,1	28,5	-3,2	-3,6	-0,9	-10,2	10,0	-3,1	-2,2	-2,2	-3,5	-1,7
Sep	8,6	9,4	32,9	-2,9	-2,7	-3,2	-7,7	9,5	-3,3	-2,0	-1,4	-3,3	-1,9
Oct <sup>(p)</sup>	6,0	7,1	30,5	-7,4	-1,9	2,1	-5,6	11,8	-5,9	-1,8	-1,1	-3,3	-1,7

**2. Préstamos a hogares <sup>3)</sup>**

	Total	Crédito al consumo				Préstamos para adquisición de vivienda				Otras finalidades				
		Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Empresarios individuales	11	12	13
<b>Saldos vivos</b>														
2013	5.229,7	575,8	128,6	169,5	277,7	3.857,5	12,7	55,4	3.789,3	796,5	408,6	136,5	76,4	583,6
2014 II	5.195,5	572,8	125,7	169,6	277,5	3.832,2	13,2	54,6	3.764,4	790,5	399,8	141,0	75,6	573,9
III	5.196,9	568,5	122,2	170,1	276,2	3.844,9	13,5	54,9	3.776,4	783,6	399,7	135,0	74,3	574,2
2014 Ago	5.189,7	566,6	120,8	169,7	276,1	3.843,3	13,1	55,0	3.775,2	779,9	398,3	131,7	74,4	573,8
Sep	5.196,9	568,5	122,2	170,1	276,2	3.844,9	13,5	54,9	3.776,4	783,6	399,7	135,0	74,3	574,2
Oct <sup>(p)</sup>	5.199,2	569,3	120,8	171,5	276,9	3.850,5	14,0	55,0	3.781,5	779,5	397,4	132,3	74,8	572,3
<b>Operaciones</b>														
2013	-4,2	-18,1	-4,0	-6,8	-7,3	27,2	-1,4	-1,5	30,0	-13,3	-10,7	-3,5	-3,7	-6,1
2014 II	-22,3	2,7	-1,0	4,3	-0,7	-32,0	0,1	-0,2	-31,9	7,0	0,0	6,8	0,2	0,0
III	6,0	0,1	-1,1	0,9	0,3	14,3	0,3	0,1	13,8	-8,3	-2,0	-6,1	-0,6	-1,7
2014 Ago	-0,8	-3,0	-1,4	-0,7	-0,9	4,0	-0,1	0,1	4,0	-1,9	-1,2	-1,3	-0,3	-0,2
Sep	7,9	3,2	2,1	0,7	0,5	3,7	0,4	-0,1	3,4	0,9	1,0	2,9	0,0	-2,0
Oct <sup>(p)</sup>	3,8	0,9	-1,3	1,4	0,9	5,5	0,0	0,1	5,3	-2,6	-1,9	-1,9	0,6	-1,2
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2013	-0,1	-3,0	-2,9	-3,9	-2,5	0,7	-9,9	-2,6	0,8	-1,6	-2,6	-2,5	-4,6	-1,0
2014 II	-0,6	-1,5	-2,2	0,2	-2,1	-0,4	-5,2	-2,8	-0,3	-1,4	-1,3	-0,5	-2,6	-1,4
III	-0,5	-1,1	-3,1	1,3	-1,6	-0,2	5,7	-2,7	-0,1	-1,7	-1,4	-0,7	-2,4	-1,9
2014 Ago	-0,5	-1,6	-3,4	0,6	-2,1	0,0	2,2	-3,0	0,0	-1,7	-1,2	-1,5	-3,4	-1,5
Sep	-0,5	-1,1	-3,1	1,3	-1,6	-0,2	5,7	-2,7	-0,1	-1,7	-1,4	-0,7	-2,4	-1,9
Oct <sup>(p)</sup>	-0,4	0,1	-1,8	3,3	-1,0	-0,2	4,1	-2,6	-0,2	-1,8	-1,5	-1,1	-1,7	-2,0

Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

3) Incluye las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

## 2.4 Detalle de los préstamos concedidos por las IFM <sup>1), 2)</sup>

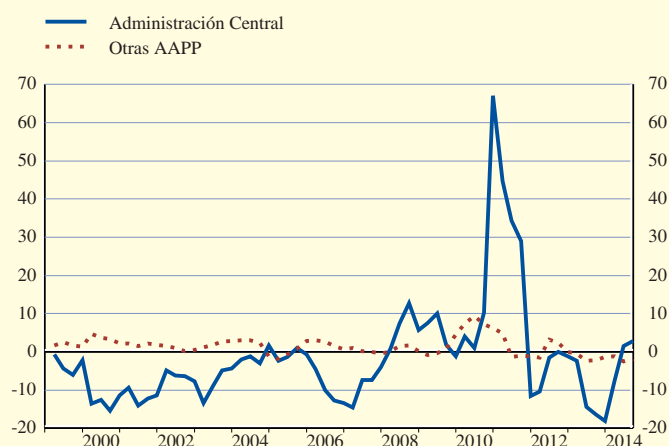
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 3. Préstamos a las AAPP y a no residentes en la zona del euro

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos <sup>3)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2012	1.153,4	341,8	221,6	565,9	24,1	2.868,2	1.906,7	961,5	60,7	900,7
2013	1.082,3	279,6	213,7	560,7	28,3	2.726,0	1.788,0	937,9	56,5	881,5
2013 IV	1.082,3	279,6	213,7	560,7	28,3	2.726,0	1.788,0	937,9	56,5	881,5
2014 I	1.092,9	289,2	213,5	562,0	28,2	2.864,4	1.904,3	960,1	58,4	901,7
II	1.087,3	295,2	207,4	556,1	28,5	2.933,4	1.957,6	975,8	57,7	918,1
III <sup>(p)</sup>	1.085,6	294,9	204,9	552,8	32,9	3.064,5	2.021,0	1.041,3	63,4	978,0
<b>Operaciones</b>										
2012	-3,6	-4,1	-4,9	2,9	2,4	-128,3	-100,8	-27,5	-1,0	-26,5
2013	-72,2	-61,7	-7,9	-6,7	4,2	-72,7	-76,0	3,2	-2,1	5,4
2013 IV	-8,1	-5,4	0,0	0,6	-3,3	-10,9	2,9	-13,9	-2,2	-11,7
2014 I	9,2	8,5	-0,3	1,1	-0,1	135,1	113,5	21,6	2,2	19,4
II	-4,7	6,2	-6,1	-5,1	0,3	47,4	37,2	10,2	-1,0	11,2
III <sup>(p)</sup>	-3,6	-1,3	-2,5	-4,1	4,3	1,5	-28,2	27,5	3,7	23,8
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2012	-0,3	-1,2	-2,2	0,5	11,2	-4,2	-4,9	-2,8	-1,8	-2,8
2013	-6,3	-18,1	-3,6	-1,2	17,2	-2,6	-4,0	0,3	-3,6	0,6
2013 IV	-6,3	-18,1	-3,6	-1,2	17,2	-2,6	-4,0	0,3	-3,6	0,6
2014 I	-3,0	-7,6	-1,7	-1,4	8,5	1,8	3,5	-1,3	1,8	-1,5
II	-1,5	1,4	-5,0	-1,7	1,7	2,9	4,2	0,4	2,3	0,3
III <sup>(p)</sup>	-0,7	2,8	-4,2	-1,3	4,1	6,3	7,0	4,8	4,6	4,8

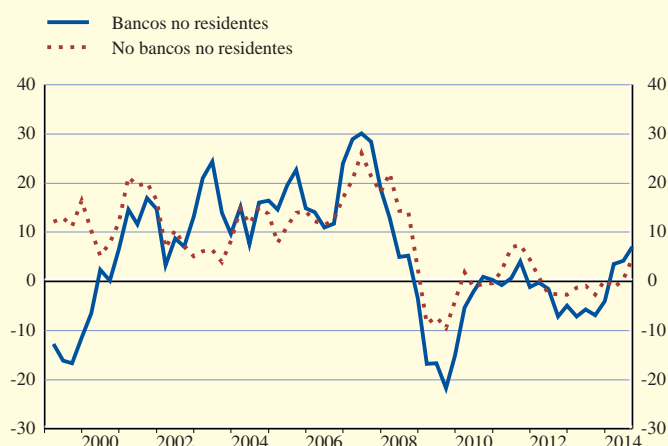
### G7 Préstamos a las AAPP <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



### G8 Préstamos a no residentes en la zona del euro <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual; datos sin desestacionalizar)



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

3) En este cuadro, el término «bancos» se emplea para designar a entidades similares a IFM residentes fuera de la zona del euro.

## 2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM <sup>1), 2)</sup>

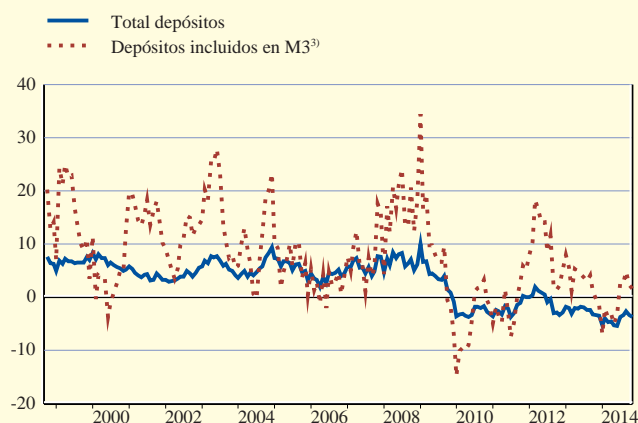
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 1. Depósitos de los intermediarios financieros

	Empresas de seguros y fondos de pensiones							Otros intermediarios financieros							
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	
			Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses				Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>Saldos vivos</b>															
2012	691,4	106,5	81,4	484,4	6,4	0,2	12,5	2.020,0	410,1	236,6	1.021,0	13,6	0,3	338,6	260,8
2013	653,6	96,1	76,5	462,8	7,0	0,1	11,0	1.861,3	424,7	221,4	942,5	16,4	0,5	255,7	183,8
2014 II	654,5	109,3	75,4	449,5	8,1	0,1	12,1	1.796,8	442,0	212,9	871,2	16,5	0,2	254,0	171,2
III	648,8	110,2	71,0	444,2	8,4	0,2	14,9	1.798,8	461,5	229,0	852,9	17,0	0,4	238,0	163,6
2014 Jul	661,7	114,6	75,5	447,2	8,1	0,1	16,2	1.790,8	435,1	214,3	865,6	16,6	0,2	259,0	169,6
Ago	658,1	111,0	76,8	445,9	8,0	0,2	16,2	1.793,6	430,4	224,0	863,7	16,6	0,4	258,7	171,9
Sep	648,8	110,2	71,0	444,2	8,4	0,2	14,9	1.798,8	461,5	229,0	852,9	17,0	0,4	238,0	163,6
Oct <sup>(p)</sup>	643,9	110,5	71,7	438,6	8,3	0,2	14,5	1.820,3	465,0	226,8	842,8	16,6	0,4	268,8	183,1
<b>Operaciones</b>															
2012	-12,3	15,2	2,9	-27,6	2,0	0,0	-4,7	-181,2	23,4	-49,5	-166,0	-2,0	-0,3	13,2	9,4
2013	-36,0	-9,2	-5,3	-21,9	1,3	-0,1	-0,8	-55,2	14,8	-14,8	-76,7	3,0	0,3	18,2	32,2
2014 II	-11,1	-2,1	-2,7	-6,5	0,0	0,0	0,0	-47,8	1,1	-2,4	-44,7	-1,5	-0,2	-0,1	-5,8
III	-6,4	0,4	-4,4	-5,5	0,3	0,0	2,9	-3,8	18,3	15,8	-22,1	0,4	0,1	-16,3	-7,7
2014 Jul	7,0	5,2	0,1	-2,4	0,0	0,0	4,2	-5,3	-4,8	1,1	-6,6	0,1	0,0	4,9	-1,6
Ago	-3,8	-3,7	1,3	-1,4	-0,1	0,0	0,0	1,3	-5,4	9,6	-2,5	-0,1	0,1	-0,4	2,2
Sep	-9,6	-1,1	-5,8	-1,8	0,4	0,0	-1,2	0,1	28,5	5,1	-13,0	0,4	0,0	-20,9	-8,3
Oct <sup>(p)</sup>	-3,4	0,4	0,8	-4,0	0,0	0,0	-0,5	19,0	1,1	-2,1	-10,3	-0,6	0,0	30,8	19,5
<b>Tasas de crecimiento</b>															
2012	-1,7	16,5	3,8	-5,4	50,8	-	-32,1	-8,2	6,0	-17,3	-14,0	-14,0	-	2,9	2,5
2013	-5,2	-8,8	-6,5	-4,5	18,7	-	-7,3	-2,9	3,6	-6,3	-7,5	21,8	-	2,5	10,3
2014 II	-3,6	4,8	-4,0	-6,3	9,3	-	34,7	-10,9	-3,0	-7,7	-11,7	1,4	-	-20,5	-23,8
III	-3,3	2,8	-5,2	-5,6	1,9	-	56,6	-7,5	3,6	-2,8	-11,7	3,0	-	-15,2	-17,5
2014 Jul	-3,3	4,9	-6,8	-5,9	4,7	-	53,6	-8,0	0,3	-8,1	-11,8	-1,5	-	-8,3	-9,8
Ago	-2,6	6,4	-5,0	-5,7	-2,2	-	82,6	-7,8	-1,1	-5,0	-11,2	2,0	-	-9,4	-11,5
Sep	-3,3	2,8	-5,2	-5,6	1,9	-	56,6	-7,5	3,6	-2,8	-11,7	3,0	-	-15,2	-17,5
Oct <sup>(p)</sup>	-3,7	4,0	-7,5	-6,0	4,2	-	45,1	-5,2	5,3	0,3	-12,4	-1,3	-	-1,4	-3,1

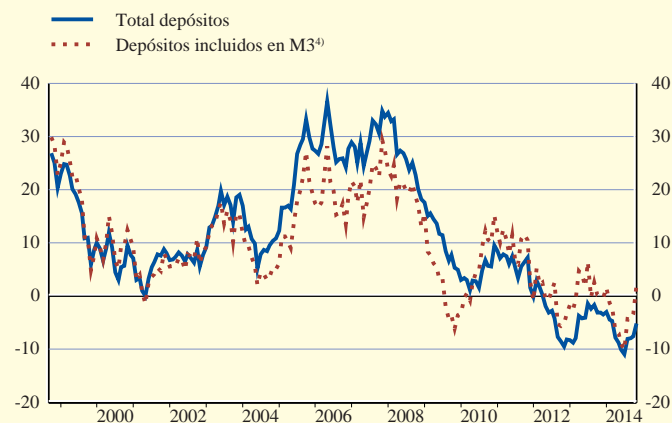
### G9 Depósitos de empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)



### G10 Depósitos de otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

- 1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.
- 2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- 3) Comprende los depósitos de las columnas 2, 3, 5 y 7.
- 4) Comprende los depósitos de las columnas 9, 10, 12 y 14.

## 2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM <sup>1), 2)</sup>

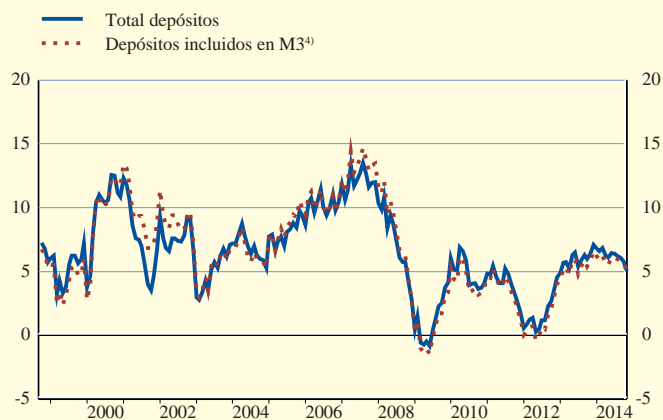
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 2. Depósitos de las sociedades no financieras y de los hogares

	Sociedades no financieras							Hogares <sup>3)</sup>						
	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo		Con preaviso		Cesiones temporales
			Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses				Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Saldos vivos</b>														
2012	1.761,8	1.148,8	408,3	106,5	85,4	2,0	10,9	6.118,9	2.346,2	979,1	747,8	1.937,3	98,0	10,4
2013	1.873,9	1.236,7	404,4	122,8	91,7	1,8	16,5	6.263,3	2.521,5	877,4	806,7	1.969,3	83,9	4,5
2014 II	1.874,7	1.248,6	384,1	127,3	97,9	2,0	14,9	6.339,4	2.615,1	855,7	807,8	1.974,5	82,1	4,2
III	1.912,8	1.279,0	389,4	128,1	99,5	2,1	14,6	6.339,3	2.638,7	842,7	802,0	1.966,9	84,0	5,0
2014 Jul	1.876,3	1.243,5	391,8	127,2	98,6	2,0	13,2	6.340,7	2.623,9	852,5	804,8	1.971,7	82,7	5,0
Ago	1.905,3	1.263,0	395,8	128,6	99,4	2,1	16,3	6.356,8	2.644,1	847,5	803,1	1.973,3	83,6	5,1
Sep	1.912,8	1.279,0	389,4	128,1	99,5	2,1	14,6	6.339,3	2.638,7	842,7	802,0	1.966,9	84,0	5,0
Oct <sup>4)</sup>	1.924,5	1.293,1	385,8	129,5	98,9	2,1	15,1	6.340,1	2.654,2	834,9	801,9	1.960,5	83,8	4,7
<b>Operaciones</b>														
2012	82,2	99,6	-35,5	12,9	9,5	0,0	-4,3	224,6	90,2	33,9	21,6	100,8	-9,5	-12,3
2013	119,6	92,4	-3,7	17,8	7,5	-0,1	5,7	148,4	176,8	-100,1	59,5	32,2	-14,1	-5,9
2014 II	17,1	31,7	-17,0	0,9	0,3	0,1	1,1	54,5	77,6	-14,1	-6,0	0,3	-1,7	-1,5
III	29,1	24,9	3,3	-0,1	1,6	0,2	-0,6	-3,4	21,8	-14,2	-5,9	-7,8	1,9	0,8
2014 Jul	-0,9	-6,9	7,2	-0,1	0,6	0,0	-1,8	0,6	8,3	-3,4	-3,0	-2,8	0,6	0,8
Ago	26,9	18,6	3,5	0,6	0,8	0,2	3,1	15,5	20,0	-5,2	-1,8	1,6	0,9	0,0
Sep	3,2	13,2	-7,5	-0,7	0,1	0,0	-2,0	-19,4	-6,5	-5,6	-1,1	-6,6	0,4	-0,1
Oct <sup>4)</sup>	11,5	13,9	-3,4	1,3	-0,8	0,0	0,5	0,8	15,5	-7,8	-0,1	-6,4	-0,2	-0,3
<b>Tasas de crecimiento</b>														
2012	4,9	9,5	-8,0	13,4	13,0	-1,4	-26,5	3,8	4,0	3,6	3,0	5,5	-8,9	-54,2
2013	6,8	8,1	-0,9	16,8	8,7	-3,7	52,4	2,4	7,5	-10,2	8,0	1,7	-14,4	-57,0
2014 II	6,4	8,5	-1,8	10,6	5,0	26,4	40,3	2,1	6,9	-8,0	5,0	0,3	-7,0	-30,5
III	5,8	8,1	-1,6	6,7	3,2	28,5	46,1	2,2	7,2	-6,9	2,4	0,2	-1,2	-20,9
2014 Jul	6,2	8,2	-0,7	9,4	4,1	23,0	27,0	2,1	7,0	-7,6	4,0	0,1	-5,1	-27,0
Ago	6,1	7,9	-0,5	9,0	3,4	31,0	33,9	2,2	7,3	-7,6	3,2	0,2	-2,8	-23,4
Sep	5,8	8,1	-1,6	6,7	3,2	28,5	46,1	2,2	7,2	-6,9	2,4	0,2	-1,2	-20,9
Oct <sup>4)</sup>	5,0	8,4	-5,0	6,3	2,5	23,5	16,5	2,0	7,0	-6,5	1,4	0,2	-0,9	-18,6

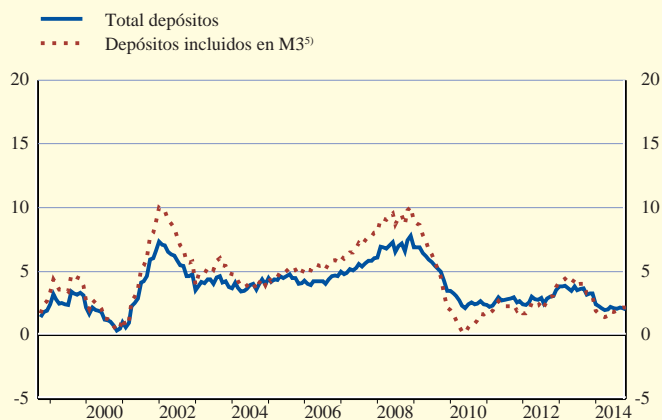
### G11 Depósitos de sociedades no financieras <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)



### G12 Depósitos de hogares <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

3) Incluye las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

4) Comprende los depósitos de las columnas 2, 3, 5 y 7.

5) Comprende los depósitos de las columnas 9, 10, 12 y 14.

**2.5 Detalle de los depósitos mantenidos en las IFM <sup>1), 2)</sup>**

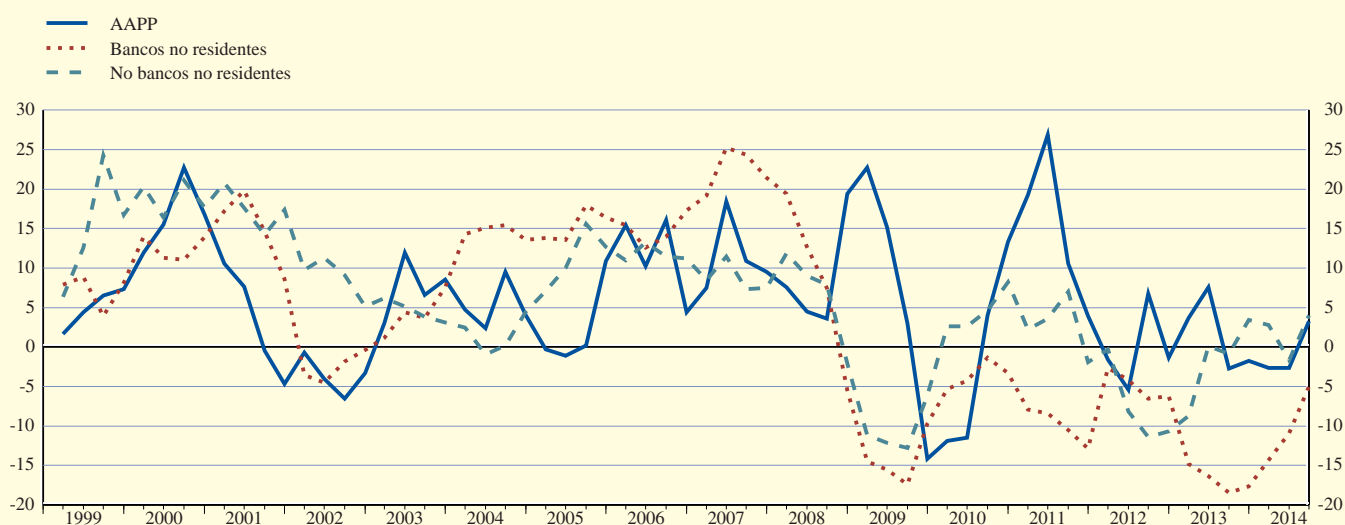
(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

**3. Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro**

	AAPP					No residentes en la zona del euro				
	Total	Administración Central	Otras AAPP			Total	Bancos <sup>3)</sup>	No bancos		
			Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social			Total	AAPP	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Saldos vivos</b>										
2012	447,9	169,6	62,8	111,7	103,8	2.895,4	2.016,8	878,6	39,8	838,7
2013	441,0	152,5	64,1	109,2	115,3	2.519,8	1.626,0	893,8	29,8	864,0
2013 IV	441,0	152,5	64,1	109,2	115,3	2.519,8	1.626,0	893,8	29,8	864,0
2014 I	488,0	181,0	73,1	110,7	123,3	2.594,9	1.667,7	927,2	33,8	893,4
II	534,0	214,9	72,5	113,2	133,5	2.581,9	1.659,2	922,7	31,2	891,5
III <sup>(p)</sup>	515,1	189,6	80,1	111,5	133,9	2.703,4	1.698,2	1.003,3	33,5	969,8
<b>Operaciones</b>										
2012	-7,9	-22,6	-0,3	-0,4	15,5	-240,1	-135,6	-104,5	-5,1	-99,4
2013	-8,0	-17,9	1,1	-2,6	11,3	-324,7	-355,1	30,4	-8,8	39,3
2013 IV	-55,2	-39,1	-6,6	-4,5	-5,0	-124,7	-95,8	-28,9	-13,0	-15,9
2014 I	45,4	28,5	9,0	1,3	6,7	63,2	38,1	25,1	3,9	21,2
II	45,5	33,9	-0,6	2,6	9,7	-29,7	-18,9	-10,8	-2,7	-8,1
III <sup>(p)</sup>	-19,0	-25,6	7,3	-1,7	1,0	43,3	-10,7	52,3	1,6	50,6
<b>Tasas de crecimiento</b>										
2012	-1,4	-11,7	10,3	-0,4	18,2	-7,5	-6,2	-10,7	-11,9	-10,6
2013	-1,8	-10,5	1,8	-2,3	10,8	-11,3	-17,7	3,4	-22,7	4,6
2013 IV	-1,8	-10,5	1,8	-2,3	10,8	-11,3	-17,7	3,4	-22,7	4,6
2014 I	-2,6	-13,5	9,0	-1,2	9,0	-9,0	-14,4	2,8	-7,8	3,2
II	-2,7	-9,4	2,3	-2,0	6,5	-7,8	-10,9	-1,7	-11,0	-1,3
III <sup>(p)</sup>	3,3	-1,5	12,9	-2,0	10,2	-1,8	-5,0	4,0	-23,5	5,4

**G13 Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro <sup>2)</sup>**

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

3) En este cuadro, el término «bancos» se emplea para designar a entidades similares a IFM residentes fuera de la zona del euro.

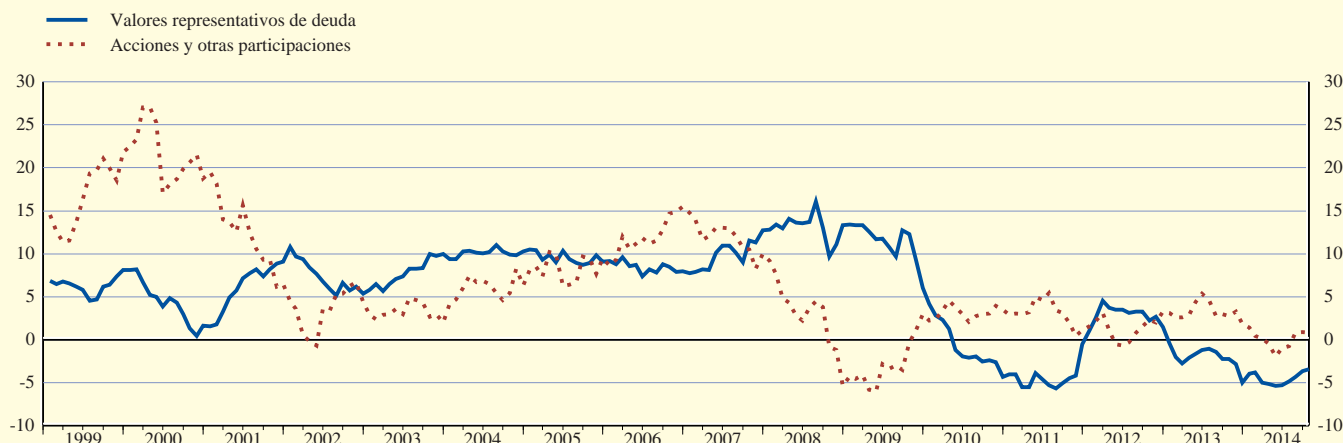
## 2.6 Detalle de los valores en poder de las IFM <sup>1), 2)</sup>

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones realizadas en el período)

	Valores representativos de deuda							Acciones y otras participaciones				
	Total	IFM		AAPP		Otros residentes en la zona del euro		No residentes en la zona del euro	Total	IFM	No IFM	No residentes en la zona del euro
		Euro	No euro	Euro	No euro	Euro	No euro					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Saldos vivos</b>												
2012	5.774,7	1.748,7	102,9	1.594,2	32,8	1.399,6	23,6	872,8	1.528,5	475,7	752,1	300,7
2013	5.472,0	1.540,6	102,7	1.674,0	20,3	1.307,1	28,7	798,6	1.560,0	457,0	775,5	327,4
2014 II	5.523,8	1.469,0	112,8	1.788,8	19,7	1.270,2	32,5	830,8	1.546,9	449,2	787,4	310,2
III	5.585,3	1.428,4	121,4	1.816,5	23,9	1.249,9	33,3	912,0	1.561,6	452,9	786,5	322,2
2014 Jul	5.513,7	1.450,9	114,6	1.779,9	20,6	1.275,4	31,7	840,6	1.545,4	449,9	788,2	307,3
Ago	5.536,0	1.439,0	114,4	1.809,8	21,3	1.264,3	31,6	855,7	1.545,8	451,4	785,0	309,5
Sep	5.585,3	1.428,4	121,4	1.816,5	23,9	1.249,9	33,3	912,0	1.561,6	452,9	786,5	322,2
Oct <sup>(p)</sup>	5.564,4	1.390,1	121,8	1.845,9	21,7	1.238,6	34,1	912,2	1.552,5	449,1	782,6	320,8
<b>Operaciones</b>												
2012	83,1	-17,5	16,0	191,1	10,5	-67,8	-4,0	-45,2	49,8	6,6	37,9	5,3
2013	-288,3	-220,3	-0,3	65,4	-11,3	-92,9	5,9	-34,8	28,2	-12,4	13,4	27,2
2014 II	-8,5	-36,4	-3,4	16,6	0,0	-6,6	2,4	18,8	2,7	-1,0	5,3	-1,6
III	-26,1	-47,4	-2,4	15,4	3,0	-22,2	-1,1	28,6	14,8	2,5	1,1	11,3
2014 Jul	-22,8	-18,0	0,4	-12,4	0,7	5,0	-1,3	2,7	2,1	0,7	4,4	-2,9
Ago	6,6	-13,5	-1,0	21,6	0,5	-11,4	-0,4	10,9	-1,7	1,0	-3,9	1,2
Sep	-9,9	-15,9	-1,7	6,2	1,9	-15,8	0,6	15,0	14,4	0,8	0,6	13,0
Oct <sup>(p)</sup>	-15,9	-36,0	0,7	32,7	-2,1	-12,5	0,9	0,3	-5,0	-3,1	-0,7	-1,2
<b>Tasas de crecimiento</b>												
2012	1,5	-1,0	18,3	14,0	47,7	-4,6	-14,6	-4,8	3,3	1,3	5,2	1,8
2013	-5,0	-12,5	-0,4	4,1	-35,2	-6,6	25,2	-4,0	1,8	-2,6	1,8	9,2
2014 II	-5,3	-11,4	-5,1	-1,3	-33,2	-7,4	19,9	2,2	-0,9	-2,9	0,5	-1,5
III	-3,7	-11,5	6,3	2,3	-25,4	-8,1	6,7	5,8	0,9	0,7	1,8	-1,0
2014 Jul	-4,8	-11,8	-6,6	0,1	-30,5	-6,9	10,4	2,9	-0,8	-4,6	2,6	-3,1
Ago	-4,3	-11,9	-0,6	1,2	-34,6	-7,5	9,8	4,5	0,8	0,3	2,5	-2,5
Sep	-3,7	-11,5	6,3	2,3	-25,4	-8,1	6,7	5,8	0,9	0,7	1,8	-1,0
Oct <sup>(p)</sup>	-3,5	-12,8	7,2	3,4	-30,9	-7,7	10,9	6,1	0,8	-0,4	2,4	-1,4

## G14 Detalle de los valores en poder de las IFM <sup>2)</sup>

(tasas de crecimiento interanual)



Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

**2.7 Detalle de algunas partidas del balance de las IFM, por monedas <sup>1), 2)</sup>**

(porcentaje del total; saldos vivos en mm de euros; fin del período)

**1. Préstamos, valores distintos de acciones y depósitos**

	IFM <sup>3)</sup>							No IFM						
	Total monedas (saldo vivo)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro				Total monedas (saldo vivo)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro					
			Total	USD	JPY	CHF			GBP	Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Préstamos</b>														
<i>A residentes en la zona euro</i>														
2012	5.790,4	-	-	-	-	-	12.196,7	96,4	3,6	1,7	0,2	0,9	0,5	
2013	5.250,6	-	-	-	-	-	11.730,7	96,8	3,2	1,7	0,1	0,9	0,4	
2014 II	5.195,3	-	-	-	-	-	11.692,0	96,7	3,3	1,8	0,1	0,9	0,4	
III <sup>4)</sup>	5.155,4	-	-	-	-	-	11.664,2	96,6	3,4	1,9	0,1	0,8	0,3	
<i>A no residentes en la zona euro</i>														
2012	1.906,7	47,3	52,7	31,9	1,9	3,5	10,1	961,5	40,1	59,9	38,2	2,0	2,9	9,9
2013	1.788,0	41,0	59,0	38,7	1,8	3,4	9,5	937,9	40,2	59,8	38,1	3,0	2,7	9,3
2014 II	1.957,6	38,5	61,5	40,1	2,7	3,9	9,3	975,8	39,8	60,2	37,3	3,6	2,5	9,7
III <sup>4)</sup>	2.021,0	37,1	62,9	42,0	3,0	3,3	9,3	1.041,3	37,9	62,1	37,8	5,3	2,5	9,8
<b>Valores representativos de deuda</b>														
<i>Emitidos por residentes en la zona del euro</i>														
2012	1.851,6	94,4	5,6	2,7	0,1	0,4	2,0	3.050,3	98,1	1,9	1,2	0,1	0,1	0,4
2013	1.643,3	93,7	6,3	2,6	0,1	0,3	2,8	3.030,1	98,4	1,6	0,8	0,2	0,1	0,5
2014 II	1.581,8	92,9	7,1	2,8	0,1	0,3	3,4	3.111,2	98,3	1,7	0,9	0,1	0,1	0,5
III <sup>4)</sup>	1.549,8	92,2	7,8	3,2	0,1	0,3	3,7	3.123,5	98,2	1,8	1,0	0,1	0,1	0,5
<i>Emitidos por no residentes en la zona del euro</i>														
2012	434,0	54,9	45,1	19,8	0,3	0,3	19,1	438,8	34,1	65,9	39,1	5,4	0,9	11,8
2013	421,9	52,4	47,6	20,2	0,2	0,5	20,0	376,7	38,2	61,8	37,5	4,1	1,0	10,7
2014 II	432,5	52,6	47,4	21,2	0,3	0,5	20,0	398,3	37,7	62,3	38,3	4,8	0,8	10,0
III <sup>4)</sup>	487,1	50,9	49,1	23,2	0,2	0,4	20,6	424,9	35,5	64,5	40,5	4,6	0,7	10,7
<b>Depósitos</b>														
<i>De residentes en la zona del euro</i>														
2012	6.155,3	93,8	6,2	3,9	0,2	1,1	0,6	11.040,0	97,0	3,0	2,0	0,1	0,1	0,4
2013	5.553,1	93,4	6,6	4,2	0,2	1,0	0,7	11.093,0	96,8	3,2	2,2	0,1	0,1	0,4
2014 II	5.525,9	92,8	7,2	4,6	0,2	1,0	0,8	11.199,4	96,7	3,3	2,2	0,1	0,1	0,4
III <sup>4)</sup>	5.433,8	92,2	7,8	5,0	0,2	1,0	0,9	11.214,9	96,6	3,4	2,3	0,1	0,1	0,4
<i>De no residentes en la zona del euro</i>														
2012	2.016,8	58,3	41,7	27,7	1,6	1,0	7,3	878,6	52,4	47,6	31,3	1,9	1,1	6,3
2013	1.626,0	51,3	48,7	33,1	1,7	1,5	7,8	893,8	53,9	46,1	29,7	2,1	1,2	6,4
2014 II	1.659,2	49,5	50,5	35,4	2,0	1,6	7,4	922,7	52,0	48,0	30,3	2,6	1,1	7,3
III <sup>4)</sup>	1.698,2	47,8	52,2	36,2	2,5	1,6	7,6	1.003,3	50,6	49,4	31,2	3,6	1,0	7,3

**2. Valores representativos de deuda emitidos por las IFM de la zona del euro**

	Total monedas (saldo vivo)	Euro <sup>4)</sup>	Monedas distintas del euro				
			Total	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	
2012	5.068,0	81,8	18,2	9,6	1,6	1,9	2,5
2013	4.582,7	81,0	19,0	10,7	1,3	1,8	2,7
2014 II	4.493,7	79,6	20,4	11,6	1,2	1,8	3,0
III <sup>4)</sup>	4.465,2	78,2	21,8	12,6	1,3	1,8	3,1

Fuente: BCE.

1) Sector IFM, excluido el Eurosistema; la clasificación por sectores se basa en el SEC 95.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

3) En el caso de las no residentes en la zona del euro, el término «IFM» se emplea para designar a entidades similares a las IFM de la zona del euro.

4) Incluye las emisiones en cualquiera de las denominaciones nacionales del euro.



## 2.8 Balance agregado de los fondos de inversión de la zona del euro <sup>1)</sup>

(mm de euros; saldos vivos a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 1. Activo

	Total	Depósitos y préstamos	Valores representativos de deuda	Acciones y otras participaciones (excluidas las participaciones en fondos de inversión/ fondos del mercado monetario)	Participaciones en fondos de inversión/ fondos del mercado monetario	Activos no financieros	Otros activos (incluidos derivados financieros)
	1	2	3	4	5	6	7
Saldos vivos							
2014 Mar	8.365,9	573,0	3.260,7	2.417,8	1.181,9	258,6	673,8
Abr	8.498,2	583,7	3.309,9	2.439,7	1.195,8	259,8	709,3
May	8.719,0	588,4	3.385,4	2.531,0	1.229,3	260,8	724,3
Jun	8.758,5	580,0	3.416,9	2.565,0	1.250,8	262,3	683,5
Jul	8.871,2	600,1	3.454,4	2.580,5	1.269,1	263,2	703,9
Ago	9.072,1	617,1	3.527,5	2.646,8	1.294,9	264,4	721,4
Sep <sup>(p)</sup>	9.155,0	594,3	3.542,9	2.662,9	1.307,9	266,9	780,1
Operaciones							
2014 I	257,8	39,8	107,0	40,0	21,7	2,6	46,7
II	208,1	5,4	87,5	61,7	35,6	3,5	14,4
III <sup>(p)</sup>	245,2	13,3	88,9	32,8	30,4	2,9	76,9

### 2. Pasivo

	Total	Préstamos y depósitos recibidos	Participaciones en fondos de inversión emitidas			Otros pasivos (incluidos derivados financieros)	
			Total	Mantenidas por residentes en la zona del euro			
				Fondos de inversión	Mantenidas por no residentes en la zona del euro		
	1	2	3	4	5	6	7
Saldos vivos							
2014 Mar	8.365,9	190,2	7.532,4	5.549,7	929,1	1.982,7	643,3
Abr	8.498,2	197,3	7.622,0	5.604,7	939,3	2.017,3	678,8
May	8.719,0	192,1	7.832,3	5.741,4	968,6	2.090,9	694,7
Jun	8.758,5	179,2	7.920,4	5.792,0	985,4	2.128,4	658,9
Jul	8.871,2	181,6	8.007,4	5.858,6	998,5	2.148,8	682,2
Ago	9.072,1	190,6	8.176,1	5.968,3	1.019,9	2.207,8	705,4
Sep <sup>(p)</sup>	9.155,0	197,2	8.182,9	5.997,5	1.033,9	2.185,5	774,9
Operaciones							
2014 I	257,8	23,4	172,6	108,9	18,1	51,5	61,7
II	208,1	-10,4	198,6	120,1	28,9	78,9	20,0
III <sup>(p)</sup>	245,2	17,3	173,3	124,2	33,2	49,2	54,6

### 3. Participaciones en fondos de inversión emitidas, por política de inversión y tipo de fondo

	Total	Fondos por política de inversión					Fondos por tipo de fondo			Pro memoria: Fondos del mercado monetario
		Fondos de renta fija	Fondos de renta variable	Fondos mixtos	Fondos inmobiliarios	Fondos de inversión libre	Otros fondos	Fondos de capital variable	Fondos de capital fijo	
Saldos vivos										
2014 Feb	7.448,9	2.530,9	2.084,9	1.865,8	346,7	159,0	461,6	7.346,6	102,3	855,3
Mar	7.532,4	2.555,6	2.100,0	1.891,0	349,4	162,4	474,0	7.429,4	103,0	835,5
Abr	7.622,0	2.580,0	2.120,3	1.921,1	352,5	165,0	483,2	7.518,2	103,8	836,5
May	7.832,3	2.637,6	2.204,1	1.972,1	355,4	170,1	492,9	7.727,2	105,1	839,2
Jun	7.920,4	2.661,1	2.230,8	1.999,2	358,6	171,9	498,8	7.814,1	106,3	824,4
Jul	8.007,4	2.699,7	2.243,2	2.029,4	362,2	172,6	500,3	7.900,3	107,1	846,8
Ago	8.176,1	2.749,8	2.304,5	2.065,1	366,1	177,3	513,3	8.068,0	108,1	856,9
Sep <sup>(p)</sup>	8.182,9	2.717,0	2.315,6	2.083,8	369,0	179,5	518,1	8.073,2	109,7	921,7
Operaciones										
2014 Mar	69,1	29,6	10,9	20,9	2,7	2,7	2,3	69,2	-0,1	-19,6
Abr	76,2	16,6	21,8	24,5	2,6	1,6	9,1	75,4	0,8	0,8
May	69,4	23,5	16,4	22,7	1,4	1,6	3,8	69,3	0,1	-2,5
Jun	53,0	16,0	11,0	20,1	1,7	0,9	3,4	53,0	0,0	-16,5
Jul	64,6	26,8	9,1	26,8	0,4	-1,5	3,0	64,5	0,1	16,7
Ago	50,5	20,1	9,0	11,7	1,9	0,8	7,1	50,5	0,0	7,9
Sep <sup>(p)</sup>	58,1	26,1	6,7	15,8	2,6	2,0	4,9	57,6	0,5	-10,2

Fuente: BCE.

1) Distintos de los fondos del mercado monetario (que figuran en la columna 10 del cuadro 3 de esta sección). Para más información, véanse las Notas Generales.

**2.9 Detalle de los valores mantenidos por los fondos de inversión<sup>1)</sup>, por emisor**

(mm de euros; saldos vivos a fin de período; operaciones realizadas en el período)

**1. Valores representativos de deuda**

	Total	Zona del euro					Resto del mundo				
		Total	IFM	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
2013 IV	3.112,6	1.708,2	390,3	807,4	264,5	10,4	235,5	1.404,4	346,6	548,2	13,7
2014 I	3.260,7	1.844,7	413,9	856,9	299,5	12,0	262,3	1.415,9	395,2	529,5	14,4
II	3.416,9	1.914,7	420,8	887,9	321,2	11,4	273,5	1.502,2	398,4	564,0	15,2
III <sup>(p)</sup>	3.542,9	1.957,3	428,9	914,5	321,5	12,2	280,1	1.585,6	417,0	597,4	16,7
<b>Operaciones</b>											
2014 I	107,0	65,3	10,0	27,9	12,5	0,8	14,2	43,9	15,3	15,8	0,4
II	87,5	34,9	2,1	11,3	14,1	0,7	6,9	52,6	-4,5	22,8	0,3
III <sup>(p)</sup>	88,9	17,4	3,8	8,5	-1,0	0,9	5,2	71,5	14,1	31,1	1,8

**2. Acciones y otras participaciones (distintas de participaciones en fondos de inversión y en fondos del mercado monetario)**

	Total	Zona del euro					Resto del mundo				
		Total	IFM	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
2013 IV	2.370,0	886,3	85,4	-	64,7	35,5	700,7	1.483,6	215,4	536,0	123,2
2014 I	2.417,8	919,8	92,2	-	63,1	33,8	730,7	1.498,0	215,9	553,0	115,4
II	2.565,0	941,4	94,5	-	66,6	29,1	751,1	1.623,6	229,0	598,0	131,5
III <sup>(p)</sup>	2.662,9	926,9	92,5	-	70,3	29,8	734,3	1.736,0	232,8	661,4	137,7
<b>Operaciones</b>											
2014 I	40,0	21,4	3,2	-	2,9	-0,5	15,9	21,1	5,0	21,7	-0,2
II	61,7	13,0	7,2	-	2,1	-1,5	5,3	48,7	7,8	22,0	5,5
III <sup>(p)</sup>	32,8	0,6	-3,2	-	-1,0	0,2	4,6	32,2	1,6	15,6	-0,6

**3. Participaciones en fondos de inversión/fondos del mercado monetario**

	Total	Zona del euro					Resto del mundo				
		Total	IFM <sup>2)</sup>	Adminis- traciones Públicas	Otros intermediarios financieros <sup>2)</sup>	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Estados miembros de la UE no pertencientes a la zona del euro	Estados Unidos	Japón	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Saldos vivos</b>											
2013 IV	1.117,9	971,2	85,1	-	886,1	-	-	146,6	36,6	49,4	0,5
2014 I	1.181,9	1.017,4	88,4	-	929,1	-	-	164,5	40,9	60,7	0,4
II	1.250,8	1.077,6	92,1	-	985,4	-	-	173,2	46,6	60,8	0,9
III <sup>(p)</sup>	1.307,9	1.127,6	93,7	-	1.033,9	-	-	180,3	45,5	67,5	0,6
<b>Operaciones</b>											
2014 I	21,7	19,8	1,8	-	18,1	-	-	1,9	1,3	1,6	0,0
II	35,6	30,8	1,9	-	28,9	-	-	4,7	2,9	0,8	0,3
III <sup>(p)</sup>	30,4	35,1	1,8	-	33,2	-	-	-4,7	-2,5	0,9	-0,3

Fuente: BCE.

1) Distintos de los fondos del mercado monetario. Para más información, véanse las Notas Generales.

2) Las participaciones en fondos de inversión (distintas de las participaciones en fondos del mercado monetario) son emitidas por otros intermediarios financieros. Las participaciones en fondos del mercado monetario son emitidas por IFM.

## 2.10 Balance agregado de las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización de la zona del euro

(mm de euros; saldos vivos a fin de período; operaciones realizadas en el período)

### 1. Activo

	Total	Depósitos y préstamos	Préstamos titulizados						Valores representativos de deuda	Otros activos titulizados	Acciones y otras participaciones	Otros activos	
			Total	Originados en la zona del euro				Originados fuera de la zona del euro					
				IFM	Otros intermediarios financieros, empresas de seguros y fondos de pensiones	Sociedades no financieras	Administraciones Públicas						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2013 III	1.964,4	264,4	1.330,3	1.033,1	449,6	157,3	20,6	3,5	115,8	182,0	85,1	37,1	65,5
IV	1.919,4	252,6	1.295,4	1.011,2	442,6	146,5	20,1	3,1	114,5	180,4	87,4	38,6	65,1
2014 I	1.887,1	254,8	1.258,6	976,9	430,4	158,6	21,6	3,1	98,4	164,6	98,8	45,2	65,2
II	1.865,9	238,3	1.252,3	975,7	421,9	164,0	20,2	0,1	92,3	166,0	99,0	43,8	66,6
III	1.846,4	237,6	1.235,3	961,5	421,3	164,0	19,9	0,1	89,9	170,0	95,6	45,2	62,7
Operaciones													
2013 III	-38,5	-6,4	-21,2	-9,1	-	-5,3	-4,3	0,0	-2,4	-11,6	-1,5	0,5	1,7
IV	-45,8	-11,4	-34,3	-21,6	-	-10,6	-0,6	-0,4	-1,1	-0,8	2,3	1,2	-2,8
2014 I	-42,2	-10,5	-28,1	-27,7	-	0,1	-0,3	0,0	-0,2	-2,4	-1,7	0,1	0,5
II	-17,4	-16,3	1,4	4,8	-	4,7	-1,2	-0,4	-6,6	0,5	0,7	-1,5	-2,2
III	-32,2	-4,8	-17,3	-13,0	-	-0,8	-0,6	0,0	-2,8	-0,3	-3,5	0,6	-6,8

### 2. Pasivo

	Total	Préstamos y depósitos recibidos	Valores representativos de deuda emitidos			Capital y reservas	Otros pasivos
			Total	Hasta 2 años	A más de 2 años		
	1	2	3	4	5	6	7
Saldos vivos							
2013 III	1.964,4	125,0	1.583,5	56,2	1.527,3	29,3	226,7
IV	1.919,4	117,9	1.543,7	61,0	1.482,7	29,3	228,6
2014 I	1.887,1	142,6	1.477,7	82,9	1.394,8	28,3	238,5
II	1.865,9	128,1	1.472,9	79,7	1.393,3	27,2	237,7
III	1.846,4	129,2	1.451,3	77,1	1.374,2	27,5	238,4
Operaciones							
2013 III	-38,5	-3,8	-34,5	0,0	-34,4	-0,6	0,4
IV	-45,8	-6,3	-39,5	4,8	-44,3	0,5	-0,6
2014 I	-42,2	-1,5	-44,5	-6,4	-38,2	0,5	3,2
II	-17,4	-13,4	-4,6	-3,2	-1,3	-1,2	1,8
III	-32,2	0,1	-26,6	-2,6	-24,0	0,2	-5,9

### 3. Tenencias de préstamos titulizados originados en IFM de la zona del euro y de valores representativos de deuda

	Préstamos titulizados originados en IFM de la zona del euro						Valores representativos de deuda						
	Total	Sector prestatario de la zona del euro <sup>2)</sup>					Sector prestatario fuera de la zona del euro	Total	Residentes en la zona del euro				No residentes en la zona del euro
		Hogares	Sociedades no financieras	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Administraciones Públicas			Total	IFM	No IFM		
											Sociedades instrumentales		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2013 III	1.033,1	757,9	217,1	21,8	0,2	5,7	30,5	182,0	111,1	29,0	82,1	32,1	70,9
IV	1.011,2	744,6	205,4	23,3	0,2	5,5	32,2	180,4	109,3	28,8	80,5	34,9	71,1
2014 I	976,9	729,3	193,3	21,2	0,2	5,4	27,4	164,6	100,4	26,0	74,5	35,6	64,2
II	975,7	732,5	191,5	20,7	0,2	5,4	25,4	166,0	103,2	24,1	79,1	39,3	62,7
III	961,5	723,6	187,7	20,1	0,3	4,6	25,2	170,0	104,5	25,1	79,4	36,6	65,5
Operaciones													
2013 III	-9,1	-2,1	-8,6	0,8	0,0	0,1	0,7	-11,6	-4,1	-4,1	0,0	-0,5	-7,5
IV	-21,6	-13,5	-11,3	1,6	0,0	-0,1	1,6	-0,8	-1,5	0,0	-1,5	2,1	0,7
2014 I	-27,7	-15,4	-8,8	-0,7	0,0	-0,1	-2,7	-2,4	-2,4	-0,5	-1,9	-1,2	0,1
II	4,8	3,3	-0,1	-0,5	0,0	0,0	2,1	0,5	2,2	-1,9	4,1	3,5	-1,7
III	-13,0	-8,0	-3,7	-0,5	0,0	-0,8	0,0	-0,3	-0,7	0,9	-1,6	-2,2	0,4

Fuente: BCE.

- 1) Préstamos (a instituciones distintas de IFM) titulizados por sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización que se mantienen en el balance de la IFM correspondiente, es decir, que no han sido dados de baja. Los préstamos se dan o no de baja del balance de las IFM dependiendo de las normas contables aplicadas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- 2) Excluye las titulaciones de préstamos entre IFM.

**2.11 Balance agregado de las empresas de seguros y fondos de pensiones de la zona del euro**

(mm de euros; saldos vivos a fin de período)

**1. Activo**

	Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Acciones y otras participaciones	Participaciones en fondos de inversión	Participaciones en fondos del mercado monetario	Reservas para primas y para siniestros	Otras cuentas pendientes de cobro/pago y derivados financieros	Activos no financieros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2011 III	7.148,0	792,4	463,9	2.764,6	788,2	1.581,3	88,9	255,5	264,7	148,4
IV	7.158,9	785,2	473,6	2.725,1	793,1	1.615,9	91,2	253,5	271,1	150,1
2012 I	7.444,1	797,7	474,0	2.867,8	806,5	1.712,4	102,9	258,1	276,3	148,4
II	7.467,3	786,6	473,0	2.879,9	801,9	1.716,7	106,7	261,4	292,0	149,1
III	7.679,4	786,0	482,5	2.992,5	819,6	1.796,4	108,1	263,1	281,9	149,3
IV	7.768,2	788,8	481,5	3.040,8	817,9	1.837,7	109,5	261,7	279,0	151,4
2013 I	7.957,0	798,7	476,2	3.109,1	835,5	1.913,6	114,6	283,5	275,0	150,8
II	7.899,6	777,7	475,7	3.101,9	832,9	1.906,2	100,0	283,1	269,9	152,2
III	7.992,7	771,0	479,5	3.118,9	854,1	1.980,7	95,8	283,6	256,1	152,9
IV	8.080,7	755,8	480,3	3.187,5	874,7	2.021,8	83,0	282,1	240,5	155,0
2014 I	8.328,8	767,2	494,0	3.272,0	889,2	2.096,5	98,8	287,4	267,8	155,9
II <sup>(p)</sup>	8.592,8	759,3	494,1	3.375,9	935,3	2.197,4	99,2	291,5	283,6	156,4

**2. Tenencias de valores representativos de deuda**

	Total	Emitidos por residentes en la zona del euro					Emitidos por no residentes en la zona del euro	
		Total	IFM	Administraciones Públicas	Otros intermediarios financieros	Empresas de seguros y fondos de pensiones		Sociedades no financieras
	1	2	3	4	5	6	7	8
2011 III	2.764,6	2.346,9	635,0	1.309,3	227,4	17,0	158,2	417,7
IV	2.725,1	2.303,1	635,5	1.264,2	223,9	16,3	163,2	422,1
2012 I	2.867,8	2.418,0	667,7	1.320,8	236,5	17,0	176,0	449,8
II	2.879,9	2.411,5	675,3	1.303,7	234,6	16,5	181,4	468,4
III	2.992,5	2.500,3	705,8	1.342,5	241,6	17,0	193,4	492,2
IV	3.040,8	2.535,6	690,3	1.381,1	249,9	17,7	196,7	505,1
2013 I	3.109,1	2.617,4	722,6	1.412,8	257,6	17,2	207,1	491,7
II	3.101,9	2.600,3	703,5	1.414,6	257,3	16,1	208,9	501,6
III	3.118,9	2.606,6	702,0	1.409,1	265,8	16,0	213,7	512,4
IV	3.187,5	2.656,4	676,3	1.476,5	266,6	15,6	221,4	531,1
2014 I	3.272,0	2.726,1	674,6	1.543,0	266,3	15,8	226,4	545,9
II <sup>(p)</sup>	3.375,9	2.810,2	688,6	1.600,4	279,9	13,4	227,8	565,7

**3. Pasivo y patrimonio neto**

	Pasivo								Patrimonio neto	
	Total	Préstamos recibidos	Valores representativos de deuda	Acciones y otras participaciones	Reservas técnicas de seguro			Otras cuentas pendientes de cobro/pago y derivados financieros		
					Total	Participación neta de los hogares en las reservas de seguro de vida	Participación neta de los hogares en las reservas de los fondos de pensiones			Reservas para primas y para siniestros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2011 III	7.061,6	270,7	41,2	409,3	6.137,9	3.275,8	2.050,2	811,8	202,4	86,4
IV	7.076,2	263,7	41,2	408,1	6.165,0	3.283,1	2.077,4	804,4	198,2	82,7
2012 I	7.233,1	271,3	43,3	438,9	6.278,4	3.316,3	2.137,9	824,2	201,1	211,0
II	7.300,5	280,8	42,0	419,7	6.348,7	3.315,8	2.205,3	827,6	209,3	166,8
III	7.372,1	292,0	43,7	450,1	6.387,9	3.361,1	2.200,8	826,0	198,4	307,3
IV	7.472,6	266,5	49,1	477,7	6.459,0	3.395,7	2.243,9	819,4	220,2	295,6
2013 I	7.585,2	278,5	48,7	492,8	6.541,0	3.440,5	2.252,3	848,1	224,2	371,7
II	7.633,8	278,7	45,6	500,0	6.576,6	3.454,6	2.275,3	846,7	232,8	265,8
III	7.656,1	278,0	46,2	515,2	6.593,0	3.493,4	2.253,4	846,2	223,7	336,6
IV	7.741,7	265,5	47,2	537,6	6.673,6	3.535,5	2.296,5	841,7	217,9	338,9
2014 I	7.913,3	278,2	48,0	536,6	6.812,8	3.603,4	2.339,1	870,3	237,7	415,5
II <sup>(p)</sup>	8.057,1	284,0	52,7	531,8	6.943,5	3.666,1	2.405,1	872,2	245,2	535,7

Fuente: BCE.



## CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

### 3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales

(mm de euros)

Empleos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>2014 II</b>						
<b>Cuenta de intercambios exteriores</b>						
Exportaciones de bienes y servicios						656
<i>Balanza comercial</i> <sup>1)</sup>						-85
<b>Cuenta de explotación</b>						
Valor añadido bruto (precios básicos)						
Impuestos menos subvenciones a los productos						
Producto interior bruto (precios de mercado)						
Remuneración de los asalariados	1.219	107	796	57	258	
Otros impuestos menos subvenciones a la producción	43	9	26	5	4	
Consumo de capital fijo	455	116	258	12	70	
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i> <sup>1)</sup>	540	280	221	39	0	
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>						
Excedente neto de explotación y renta mixta						8
Remuneración de los asalariados						
Impuestos menos subvenciones a la producción						
Rentas de la propiedad	859	27	444	315	73	141
Intereses	295	25	47	151	73	51
Otras rentas de la propiedad	564	2	397	164	0	89
<i>Renta nacional neta</i> <sup>1)</sup>	2.045	1.733	2	55	256	
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>						
Renta nacional neta						
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	323	254	55	13	0	5
Cotizaciones sociales	463	463				1
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	492	1	17	36	438	1
Otras transferencias corrientes	242	75	29	80	58	16
Primas netas de seguros no vida	60	37	10	12	1	8
Indemnizaciones de seguros no vida	65			65		2
Otras	116	39	19	2	57	6
<i>Renta disponible neta</i> <sup>1)</sup>	2.012	1.526	-69	63	492	
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>						
Renta disponible neta						
Gasto en consumo final	1.934	1.407			528	
Gasto en consumo individual	1.736	1.407			330	
Gasto en consumo colectivo	198				198	
Ajuste por variación de los derechos por pensiones	22	0	1	21	0	0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i> <sup>1)</sup>	78	141	-69	42	-36	-43
<b>Cuenta de capital</b>						
Ahorro neto / cuenta de operaciones corrientes con el exterior						
Formación bruta de capital	490	138	272	12	68	
Formación bruta de capital fijo	502	137	285	12	68	
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos	-11	1	-13	0	1	
Consumo de capital fijo						
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos	-1	-1	0	0	0	1
Transferencias de capital	35	9	1	2	24	5
Impuestos sobre el capital	7	7	0	0	0	0
Otras transferencias de capital	28	2	0	2	24	5
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i> <sup>1)</sup>	47	119	-68	43	-47	-47
Discrepancia estadística	1	-21	20	0	0	-1

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Para más información sobre el cálculo de los saldos contables, véanse las Notas Técnicas.

### 3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)

(mm de euros)

Recursos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	Instituciones financieras	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>2014 II</b>						
<b>Cuenta de intercambios exteriores</b>						
Importaciones de bienes y servicios						571
<i>Balanza comercial</i>						
<b>Cuenta de explotación</b>						
Valor añadido bruto (precios básicos)	2.257	511	1.300	112	333	
Impuestos menos subvenciones a los productos	253					
Producto interior bruto (precios de mercado) <sup>2)</sup>	2.510					
Remuneración de los asalariados						
Otros impuestos menos subvenciones a la producción						
Consumo de capital fijo						
<i>Excedente neto de explotación y renta mixta</i>						
<b>Cuenta de asignación de la renta primaria</b>						
Excedente neto de explotación y renta mixta	540	280	221	39	0	
Remuneración de los asalariados	1.223	1.223				4
Impuestos menos subvenciones a la producción	294				294	1
Rentas de la propiedad	847	257	225	331	34	152
Intereses	295	43	35	209	8	52
Otras rentas de la propiedad	553	214	191	121	27	101
<i>Renta nacional neta</i>						
<b>Cuenta de distribución secundaria de la renta</b>						
Renta nacional neta	2.045	1.733	2	55	256	
Impuestos corrientes sobre la renta, el patrimonio, etc.	327				327	1
Cotizaciones sociales	462	1	18	59	384	2
Prestaciones sociales distintas de transferencias sociales en especie	491	491				2
Otras transferencias corrientes	207	95	13	78	21	50
Primas netas de seguros no vida	65			65		3
Indemnizaciones de seguros no vida	60	38	9	12	0	8
Otras	82	57	4	1	20	40
<i>Renta disponible neta</i>						
<b>Cuenta de utilización de la renta</b>						
Renta disponible neta	2.012	1.526	-69	63	492	
Gasto en consumo final						
Gasto en consumo individual						
Gasto en consumo colectivo						
Ajuste por variación de los derechos por pensiones	22	22				0
<i>Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior</i>						
<b>Cuenta de capital</b>						
Ahorro neto/cuenta de operaciones corrientes con el exterior	78	141	-69	42	-36	-43
Formación bruta de capital						
Formación bruta de capital fijo						
Variación de existencias y adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos						
Consumo de capital fijo	455	116	258	12	70	
Adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos						
Transferencias de capital	39	8	17	3	11	2
Impuestos sobre el capital	7				7	0
Otras transferencias de capital	31	8	17	3	3	2
<i>Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación (de la cuenta de capital)</i>						
Díscrpencia estadística						

Fuentes: BCE y Eurostat.

2) El producto interior bruto es igual al valor añadido bruto de todos los sectores nacionales, más los impuestos netos (es decir, impuestos menos subvenciones) sobre los productos.

### 3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)

(mm de euros)

Activos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Fondos de inversión no monetarios	OIF*	ESFP*	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>2014 II</b>									
<b>Balance al principio del período, activos financieros</b>									
<b>Total activos financieros</b>	103.560	20.466	17.852	31.289	7.789	13.088	8.308	4.768	20.414
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)	406			406					
Efectivo y depósitos	22.401	7.217	2.109	9.280	357	1.773	835	830	2.941
Valores representativos de deuda a corto plazo	1.149	42	116	479	266	107	101	38	556
Valores representativos de deuda a largo plazo	14.407	1.106	220	5.816	3.063	557	3.216	429	4.610
Préstamos	22.107	100	3.329	12.648	86	4.321	636	987	3.068
Acciones y otras participaciones	29.371	4.938	8.477	1.726	3.610	5.915	3.067	1.636	8.547
Acciones cotizadas	5.947	855	1.261	377	2.317	458	366	313	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones	17.685	2.675	6.899	1.127	111	5.250	496	1.126	.
Participaciones en fondos de inversión (incluidas participaciones en FMM)	5.739	1.408	317	222	1.182	207	2.205	197	.
Sistemas de pensiones y de seguros	7.023	6.507	190	29	0	1	285	12	322
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros	6.696	555	3.411	905	407	413	168	836	318
<i>de las cuales: créditos comerciales y anticipos</i>	2.842	116	2.591	5	0	65	5	60	0
<i>Patrimonio financiero neto</i>									
<b>Cuenta financiera, operaciones de activos financieros</b>									
<b>Total de operaciones de activos financieros</b>	440	134	48	-184	202	41	61	137	117
Oro monetario y DEG	0			0					0
Efectivo y depósitos	-61	73	-10	-177	6	-27	-14	87	-47
Valores representativos de deuda a corto plazo	-19	0	-3	-22	16	-2	0	-7	17
Valores representativos de deuda a largo plazo	102	-35	-20	-3	98	23	36	4	69
Préstamos	127	0	18	-2	5	67	3	36	-5
Acciones y otras participaciones	152	30	26	-8	93	-30	28	12	73
Acciones cotizadas	81	2	1	-9	57	24	5	1	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones	-40	-18	26	3	2	-63	1	9	.
Participaciones en fondos de inversión (incluidas participaciones en FMM)	110	45	-1	-2	33	9	22	2	.
Sistemas de pensiones y de seguros	49	42	0	0	0	0	7	0	11
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros	89	24	37	28	-16	11	1	5	-2
<i>de las cuales: créditos comerciales y anticipos</i>	17	3	16	0	0	-1	0	0	0
<i>Variaciones del patrimonio financiero neto derivadas de operaciones</i>									
<b>Cuenta de otras variaciones de activos financieros</b>									
<b>Total de otras variaciones de activos financieros</b>	1.040	95	246	72	207	287	134	-1	181
<i>de las cuales: revalorizaciones <sup>1)</sup></i>	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Oro monetario y DEG	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Efectivo y depósitos	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Valores representativos de deuda a corto plazo	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Valores representativos de deuda a largo plazo	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Préstamos	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Acciones y otras participaciones	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Acciones cotizadas	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Participaciones en fondos de inversión (incluidas participaciones en FMM)	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Sistemas de pensiones y de seguros	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>Otras variaciones del patrimonio financiero neto</i>									
<b>Balance al final del período, activos financieros</b>									
<b>Total activos financieros</b>	105.040	20.695	18.146	31.177	8.199	13.416	8.503	4.904	20.712
Oro monetario y DEG	415			415					
Efectivo y depósitos	22.382	7.288	2.113	9.126	365	1.754	822	915	2.912
Valores representativos de deuda a corto plazo	1.135	39	112	459	291	103	101	30	588
Valores representativos de deuda a largo plazo	14.712	1.089	209	5.860	3.201	605	3.309	439	4.700
Préstamos	22.328	101	3.355	12.623	90	4.485	642	1.032	3.075
Acciones y otras participaciones	30.173	5.031	8.698	1.727	3.855	6.035	3.173	1.652	8.670
Acciones cotizadas	6.209	858	1.310	373	2.491	488	380	309	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones	17.912	2.689	7.064	1.132	116	5.271	501	1.139	.
Participaciones en fondos de inversión (incluidas participaciones en FMM)	6.052	1.485	324	222	1.249	275	2.292	204	.
Sistemas de pensiones y de seguros	7.098	6.565	199	34	0	1	288	11	406
Otras cuentas pendientes de cobro y derivados financieros	6.798	582	3.460	933	396	431	170	825	308
<i>de las cuales: créditos comerciales y anticipos</i>	2.888	119	2.631	6	0	66	5	61	0
<i>Patrimonio financiero neto</i>									

Fuente: BCE.

1) Todavía no se dispone de datos sobre revalorizaciones.

\* OIF: Otros intermediarios financieros. ESFP: Empresas de seguros y fondos de pensiones.



### 3.1 Cuentas económicas y financieras integradas por sectores institucionales (cont.)

(mm de euros)

Pasivos	Zona del euro	Hogares	Sociedades no financieras	IFM	Fondos de inversión no monetarios	OIF*	ESFP*	Administraciones Públicas	Resto del mundo
<b>2014 II</b>									
<b>Balance al principio del período, pasivos</b>									
Pasivos totales	105.287	6.807	27.247	31.089	7.941	12.598	8.015	11.590	18.361
Oro monetario y derechos especiales de giro (DEG)									
Efectivo y depósitos	22.692			22.310				284	2.649
Valores representativos de deuda a corto plazo	1.379		39	577	3	116	1	642	326
Valores representativos de deuda a largo plazo	16.037		1.040	4.420	7	3.062	62	7.446	2.980
Préstamos	21.376	6.126	8.790		124	3.574	335	2.426	3.799
Acciones y otras participaciones	30.534	36	14.025	2.753	7.537	5.592	558	32	7.384
Acciones cotizadas	5.692		4.417	640	0	477	158	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones	16.467	36	9.608	1.270	5	5.115	399	32	.
Participaciones en fondos de inversión (incluidas participaciones en FMM)	8.376			843	7.532				.
Sistemas de pensiones y de seguros	7.345		362	50	1	5	6.849	5	0
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros	5.872	572	2.936	927	267	211	203	755	1.142
de las cuales: créditos comerciales y anticipos	2.842	164	2.348	40	0	65	5	157	0
Patrimonio financiero neto	-1.727	13.659	-9.395	200	-152	490	293	-6.822	
<b>Cuenta financiera, operaciones de pasivos</b>									
Total de operaciones de pasivos	394	36	96	-181	201	-7	64	185	163
Oro monetario y DEG									
Efectivo y depósitos	-155			-155				0	48
Valores representativos de deuda a corto plazo	-22		-7	-9	0	6	0	-13	20
Valores representativos de deuda a largo plazo	106		18	-48	4	-4	4	132	65
Préstamos	97	17	39		4	4	4	29	25
Acciones y otras participaciones	181	0	44	-12	198	-47	-3	0	44
Acciones cotizadas	50		21	25	0	5	0	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones	-50	0	24	-19	0	-52	-3	0	.
Participaciones en fondos de inversión (incluidas participaciones en FMM)	180			-18	198				.
Sistemas de pensiones y de seguros	61		2	-1	0	0	60	0	0
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros	127	19	0	44	-5	34	-1	36	-40
de las cuales: créditos comerciales y anticipos	17	6	10	2	0	-1	0	0	0
Variaciones del patrimonio financiero neto derivadas de operaciones	46	98	-48	-2	1	47	-3	-47	-46
<b>Cuenta de otras variaciones de pasivos</b>									
Total de otras variaciones de pasivos	838	-14	215	40	196	160	90	152	376
de las cuales: revalorizaciones <sup>1)</sup>	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Oro monetario y DEG	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Efectivo y depósitos	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Valores representativos de deuda a corto plazo	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Valores representativos de deuda a largo plazo	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Préstamos	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Acciones y otras participaciones	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Acciones cotizadas	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Participaciones en fondos de inversión (incluidas participaciones en FMM)	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Sistemas de pensiones y de seguros	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Otras variaciones del patrimonio financiero neto	203	110	31	32	11	128	44	-153	-194
<b>Balance al final del período, pasivos</b>									
Pasivos totales	106.519	6.829	27.558	30.948	8.338	12.751	8.169	11.927	18.900
Oro monetario y DEG									
Efectivo y depósitos	22.575			22.184				292	2.719
Valores representativos de deuda a corto plazo	1.377		32	569	5	139	1	630	346
Valores representativos de deuda a largo plazo	16.309		1.063	4.399	11	3.061	67	7.707	3.103
Préstamos	21.529	6.141	8.842		128	3.609	340	2.468	3.874
Acciones y otras participaciones	31.170	37	14.222	2.753	7.925	5.646	554	33	7.672
Acciones cotizadas	5.742		4.474	625	0	493	149	0	.
Acciones no cotizadas y otras participaciones	16.676	37	9.748	1.296	5	5.153	404	32	.
Participaciones en fondos de inversión (incluidas participaciones en FMM)	8.752			832	7.920				.
Sistemas de pensiones y de seguros	7.504		364	49	1	5	7.007	5	0
Otras cuentas pendientes de pago y derivados financieros	6.002	577	2.980	939	266	254	193	793	1.104
de las cuales: créditos comerciales y anticipos	2.888	169	2.384	44	0	66	5	156	0
Patrimonio financiero neto	-1.479	13.867	-9.412	229	-139	665	334	-7.023	

Fuente: BCE.

1) Todavía no se dispone de datos sobre revalorizaciones.

\* OIF: Otros intermediarios financieros. ESFP: Empresas de seguros y fondos de pensiones.

### 3.2 Hogares

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres; saldos vivos a fin de período)

	2010	2011	2012	2012 III- 2013 II	2012 IV- 2013 III	2013 I- 2013 IV	2013 II- 2014 I	2013 III- 2014 II
<b>Renta, ahorro y variaciones del patrimonio neto</b>								
Remuneración de los asalariados (+)	4.570	4.672	4.726	4.738	4.751	4.772	4.794	4.818
Excedente bruto de explotación y renta mixta (+)	1.488	1.530	1.512	1.522	1.528	1.545	1.551	1.554
Intereses, recursos (+)	191	212	200	186	180	176	172	170
Intereses, empleos (-)	128	147	130	116	110	107	104	102
Otras rentas de la propiedad, netas (+)	736	758	765	746	754	754	749	744
Impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio (-)	869	901	948	965	972	977	984	990
Cotizaciones sociales netas (-)	1.718	1.766	1.804	1.819	1.827	1.834	1.841	1.851
Prestaciones sociales netas (+)	1.812	1.837	1.882	1.903	1.913	1.924	1.930	1.938
Transferencias corrientes netas, recursos (+)	71	70	77	77	76	81	82	83
<b>= Renta disponible bruta</b>	<b>6.153</b>	<b>6.267</b>	<b>6.280</b>	<b>6.273</b>	<b>6.294</b>	<b>6.333</b>	<b>6.349</b>	<b>6.362</b>
Gasto en consumo final (-)	5.367	5.512	5.538	5.535	5.551	5.561	5.580	5.602
Variación en el patrimonio neto de los fondos de pensiones (+)	72	73	76	76	78	78	79	80
= <b>Ahorro bruto</b>	859	828	818	814	821	850	848	841
Consumo de capital fijo (-)	429	440	449	452	453	455	456	459
Transferencias netas de capital, recursos (+)	35	7	5	6	2	-3	-4	-7
Otras variaciones del patrimonio neto (+)	644	-210	-142	-408	-204	-164	253	658
= <b>Variaciones del patrimonio neto</b>	1.109	185	232	-40	165	228	640	1.033
<b>Inversión, financiación y variaciones del patrimonio neto</b>								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	571	580	557	543	541	537	538	537
Consumo de capital fijo (-)	429	440	449	452	453	455	456	459
Inversión financiera: (+), de la cual:	462	363	342	378	349	330	326	339
Activos a corto plazo	42	126	193	165	132	92	69	96
Efectivo y depósitos	119	118	225	218	189	130	104	128
Participaciones en fondos del mercado monetario (FMM)	-50	-70	8	65	68	44	41	59
Valores representativos de deuda <sup>1)</sup>	-17	30	0	-22	-30	-24	-15	-9
Activos a largo plazo	388	237	144	167	192	199	231	207
Depósitos	57	54	10	10	28	58	61	43
Valores representativos de deuda	-23	67	-91	-137	-155	-141	-120	-111
Acciones y otras participaciones	104	-1	95	148	165	120	127	111
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	95	47	56	53	70	62	67	30
Participaciones en fondos no monetarios	9	-47	39	95	95	58	60	81
Derechos de seguro de vida y por pensiones	.	.	32	116	154	162	163	165
Financiación: (-)	177	87	32	-11	-24	-24	1	54
de la cual: préstamos	114	88	11	-17	-6	-22	-14	-1
de los cuales: de IFM de la zona del euro	147	81	23	-1	5	-6	-6	-35
Otras variaciones de los activos (+)	78	-212	-1.182	-1.342	-1.051	-1.142	-781	-535
Activos no financieros <sup>2)</sup>	198	-379	600	379	304	403	487	707
Acciones y otras participaciones	52	-334	372	260	287	427	381	526
Derechos de seguro de vida y por pensiones	.	.	44	30	9	-17	72	148
Otros flujos netos (+)	376	361	381	483	495	573	538	478
= <b>Variaciones del patrimonio neto</b>	1.109	185	232	-40	165	228	640	1.033
<b>Balance</b>								
Activos no financieros <sup>2)</sup> (+)	29.932	30.299	29.674	29.248	29.369	29.068	28.992	29.249
de los cuales: riqueza inmobiliaria	28.427	28.749	28.104	27.658	27.770	27.462	27.376	27.625
Activos financieros (+)	18.620	18.613	19.545	19.716	19.889	20.261	20.466	20.695
Activos a corto plazo	5.834	5.973	6.143	6.196	6.173	6.222	6.223	6.289
Efectivo y depósitos	5.597	5.728	5.949	6.031	6.018	6.076	6.084	6.159
Participaciones en fondos del mercado monetario (FMM)	1.274	1.153	1.250	1.311	1.343	1.372	1.408	1.485
Valores representativos de deuda <sup>1)</sup>	53	78	73	56	54	49	49	46
Activos a largo plazo	11.650	11.464	12.239	12.286	12.505	12.843	13.018	13.214
Depósitos	1.062	1.114	1.133	1.152	1.166	1.190	1.190	1.183
Valores representativos de deuda	1.296	1.266	1.240	1.132	1.104	1.087	1.095	1.078
Acciones y otras participaciones	4.142	3.804	4.187	4.247	4.451	4.715	4.740	4.827
Acciones cotizadas y no cotizadas y otras participaciones	3.027	2.799	3.126	3.119	3.294	3.533	3.530	3.546
Participaciones en fondos no monetarios	1.116	1.006	1.060	1.128	1.157	1.182	1.210	1.280
Derechos de seguro de vida y por pensiones	.	.	5.704	5.778	5.794	5.853	5.973	6.026
Pasivos (-)	6.679	6.845	6.866	6.819	6.794	6.799	6.807	6.829
de los cuales: préstamos	6.094	6.184	6.187	6.158	6.156	6.143	6.126	6.141
de los cuales: de IFM de la zona del euro	5.189	5.257	5.269	5.259	5.251	5.239	5.226	5.196
<b>= Patrimonio neto</b>	<b>41.841</b>	<b>42.026</b>	<b>42.258</b>	<b>42.072</b>	<b>42.406</b>	<b>42.486</b>	<b>42.610</b>	<b>43.105</b>

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Valores hasta dos años emitidos por las IFM y valores hasta un año emitidos por otros sectores.

2) Los activos no financieros se elaboran de conformidad con el SEC 95.

**3.3 Sociedades no financieras**

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres; saldos vivos a fin de período)

	2010	2011	2012	2012 III- 2013 II	2012 IV- 2013 III	2013 I- 2013 IV	2013 II- 2014 I	2013 III- 2014 II
<b>Renta y ahorro</b>								
Valor añadido bruto (precios básicos) (+)	4.900	5.076	5.106	5.104	5.113	5.122	5.147	5.163
Remuneración de los asalariados (-)	2.904	2.995	3.043	3.052	3.061	3.076	3.092	3.109
Otros impuestos menos subvenciones a la producción (-)	31	40	49	48	52	62	59	58
= <b>Excedente bruto de explotación (+)</b>	1.966	2.041	2.013	2.004	1.999	1.984	1.996	1.997
Consumo de capital fijo (-)	935	968	996	1.003	1.007	1.011	1.017	1.022
= <b>Excedente neto de explotación (+)</b>	1.031	1.074	1.017	1.001	993	973	980	974
Rentas de la propiedad, recursos (+)	548	602	565	536	531	509	503	499
Intereses, recursos	155	175	158	152	150	148	145	142
Otras rentas de la propiedad, recursos	393	427	408	384	381	361	358	357
Intereses y otras rentas, empleos (-)	275	332	307	272	267	253	236	225
= <b>Renta empresarial neta (+)</b>	1.303	1.344	1.276	1.266	1.256	1.230	1.247	1.248
Renta distribuida (-)	909	909	939	904	898	875	875	887
Impuestos sobre la renta y el patrimonio, empleos (-)	173	194	201	206	206	207	209	207
Otras transferencias netas (-)	52	54	62	63	63	64	64	65
= <b>Ahorro neto</b>	143	154	62	77	72	61	79	69
<b>Inversión, financiación y ahorro</b>								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	178	146	127	111	105	99	88	82
Formación bruta de capital fijo (+)	1.052	1.122	1.124	1.108	1.108	1.112	1.121	1.122
Consumo de capital fijo (-)	935	968	996	1.003	1.007	1.011	1.017	1.022
Adquisiciones netas de otros activos no financieros (+)	-9	-8	2	-8	-10	-12	-17	-17
Inversión financiera (+)	750	546	164	176	221	169	164	199
Efectivo y depósitos	89	81	59	36	86	96	103	102
Valores representativos de deuda	23	-15	-21	-44	-41	-36	-14	-29
Préstamos	182	100	67	-19	-49	-72	-47	-24
Acciones y otras participaciones	243	292	88	41	25	6	-51	7
de las cuales: acciones no cotizadas y otras participaciones	236	297	86	30	6	-22	-51	14
de las cuales: participaciones en fondos de inversión	-29	-31	0	-2	-2	2	-6	4
Otros activos financieros	213	88	-29	161	201	175	174	142
Financiación (-)	623	559	201	216	255	170	124	135
Valores representativos de deuda	70	48	115	90	88	79	73	72
A corto plazo	-5	11	1	-4	3	-3	-11	-18
A largo plazo	75	37	113	94	85	82	84	90
Préstamos	113	188	-31	-111	-170	-185	-182	-111
A corto plazo	-111	80	-4	15	-20	-34	-29	29
A largo plazo	224	107	-26	-126	-150	-151	-153	-140
Acciones y otras participaciones	231	202	182	156	223	224	250	220
de las cuales: acciones no cotizadas y otras participaciones	198	169	152	121	184	199	206	177
Créditos comerciales y anticipos	.	.	50	29	23	8	6	-9
Otros pasivos	-31	-3	40	88	89	42	-22	-36
Transferencias netas de capital, recursos (-)	-92	-78	-78	-81	-72	-64	-64	-62
= <b>Ahorro neto</b>	143	154	62	77	72	61	79	69
<b>Balance financiero</b>								
Activos financieros (+)	16.058	16.239	16.898	16.985	17.451	17.765	17.852	18.146
Efectivo y depósitos	.	.	.	.	.	.	.	.
Valores representativos de deuda	363	361	362	333	333	325	336	321
Préstamos	3.254	3.379	3.413	3.356	3.364	3.341	3.329	3.355
Acciones y otras participaciones	7.107	6.950	7.548	7.678	8.072	8.254	8.477	8.698
de las cuales: acciones no cotizadas y otras participaciones	5.721	5.795	6.228	6.348	6.641	6.717	6.899	7.064
de las cuales: participaciones en fondos de inversión	318	268	296	285	293	311	317	324
Otros activos financieros	3.455	3.593	3.503	3.606	3.614	3.704	3.716	3.659
Pasivos financieros (-)	25.494	24.907	25.958	26.016	26.815	27.201	27.247	27.558
Valores representativos de deuda	842	834	995	1.010	1.041	1.052	1.079	1.096
A corto plazo	30	40	41	50	50	36	39	32
A largo plazo	811	794	954	960	991	1.016	1.040	1.063
Préstamos	9.039	9.181	9.104	9.042	9.004	8.829	8.790	8.842
A corto plazo	2.296	2.354	2.310	2.365	2.324	2.229	2.274	2.335
A largo plazo	6.743	6.827	6.794	6.677	6.681	6.599	6.516	6.508
Acciones y otras participaciones	12.030	11.312	12.313	12.537	13.394	13.890	14.025	14.222
de las cuales: acciones no cotizadas y otras participaciones	8.480	8.272	8.820	8.942	9.448	9.619	9.608	9.748
Créditos comerciales y anticipos	.	.	2.392	2.353	2.343	2.398	2.348	2.384
Otros pasivos	396	406	1.100	1.019	978	978	950	959

Fuentes: BCE y Eurostat.

### 3.4 Instituciones financieras

(mm de euros; flujos acumulados de cuatro trimestres; saldos vivos a fin de período)

	2010	2011	2012	2012 III- 2013 II	2012 IV- 2013 III	2013 I- 2013 IV	2013 II- 2014 I	2013 III- 2014 II
<b>Renta y ahorro</b>								
Valor añadido neto (precios básicos) (+)	393	385	382	379	379	380	385	389
Remuneración de los asalariados (-)	229	232	233	234	234	235	235	235
Otros impuestos menos subvenciones a la producción (-)	13	16	21	20	20	19	19	20
<b>= Excedente neto de explotación (+)</b>	<b>151</b>	<b>137</b>	<b>128</b>	<b>125</b>	<b>125</b>	<b>126</b>	<b>131</b>	<b>135</b>
Intereses, recursos (+)	976	1.079	1.027	949	916	886	865	848
Intereses, empleos (-)	739	819	760	699	670	644	628	616
Otras rentas de la propiedad, recursos (+)	358	376	335	333	328	320	326	321
Rentas de la propiedad atribuidas a los tomadores de seguros y otras rentas (-)	266	279	279	278	278	277	283	325
<b>= Renta empresarial neta (+)</b>	<b>480</b>	<b>495</b>	<b>451</b>	<b>429</b>	<b>422</b>	<b>412</b>	<b>411</b>	<b>401</b>
Variaciones del patrimonio neto de los fondos de pensiones (-)	70	68	70	71	74	74	75	76
Renta distribuida (-)	249	248	236	248	248	237	244	224
Impuestos sobre la renta y el patrimonio (-)	40	41	45	48	50	50	50	50
Transferencias netas de capital y otras transferencias netas (+)	104	84	130	138	142	110	103	98
<b>= Variaciones del patrimonio neto debidas a operaciones (+)</b>	<b>184</b>	<b>171</b>	<b>216</b>	<b>182</b>	<b>173</b>	<b>136</b>	<b>122</b>	<b>126</b>
Otras variaciones del patrimonio neto (+)	293	-268	97	-36	-135	-222	-253	54
<b>= Variaciones del patrimonio neto</b>	<b>477</b>	<b>-98</b>	<b>313</b>	<b>146</b>	<b>38</b>	<b>-86</b>	<b>-131</b>	<b>180</b>
<b>Inversión, financiación y ahorro</b>								
Adquisiciones netas de activos no financieros (+)	1	6	-1	-2	-2	3	-1	2
Inversión financiera (+)	1.377	2.644	1.144	-1.034	-1.363	-1.341	-957	-736
Efectivo y depósitos	87	1.774	34	-1.964	-1.950	-1.847	-1.243	-1.204
Valores representativos de deuda	-152	110	-110	-288	-345	-474	-409	-353
Préstamos	532	251	328	92	-122	-208	-245	-183
de los cuales: a largo plazo	520	210	234	71	5	-100	-111	-118
Acciones y otras participaciones	376	321	382	444	490	657	562	614
Otros activos financieros	84	21	-60	-3	-54	-52	-118	-83
Financiación (-)	1.195	2.479	927	-1.218	-1.538	-1.475	-1.080	-861
Efectivo y depósitos	281	1.838	234	-1.924	-1.968	-1.910	-1.418	-1.338
Valores representativos de deuda	-152	110	-110	-288	-345	-474	-409	-353
Préstamos	169	38	127	78	-63	-4	-40	-70
de los cuales: a largo plazo	131	19	9	17	-29	61	50	17
Acciones y otras participaciones	562	379	595	680	604	658	575	603
Acciones cotizadas	38	56	30	44	34	33	45	39
Acciones no cotizadas y otras participaciones	286	333	266	267	163	232	137	42
Participaciones en fondos de inversión	238	-10	299	368	407	393	393	522
Sistemas de pensiones y de seguros	284	116	159	184	192	191	191	212
Otros pasivos	49	-3	-77	54	43	65	22	86
Otras variaciones de los activos financieros (+)	756	-539	1.181	243	-237	-266	-122	1.132
de las cuales: valores representativos de deuda	47	-258	579	36	-185	-247	-48	349
de las cuales: acciones y otras participaciones	519	-542	671	530	465	465	415	933
Otras variaciones de los pasivos financieros (-)	476	-304	946	156	-201	-138	143	1.259
<b>= Variaciones del patrimonio neto</b>	<b>477</b>	<b>-98</b>	<b>313</b>	<b>146</b>	<b>38</b>	<b>-86</b>	<b>-131</b>	<b>180</b>
<b>Balance financiero</b>								
Activos financieros (+)	57.013	59.104	61.436	60.807	60.255	59.868	60.474	61.295
Efectivo y depósitos	12.506	14.412	14.374	13.320	12.889	12.391	12.245	12.066
Valores representativos de deuda	12.327	12.341	13.377	13.471	13.342	13.279	13.605	13.929
Préstamos	17.495	17.781	18.136	18.163	17.799	17.668	17.692	17.840
de los cuales: a largo plazo	13.805	14.023	14.352	14.297	14.151	14.148	14.199	14.220
Acciones y otras participaciones	12.069	11.870	12.932	13.195	13.566	14.050	14.319	14.791
Otros activos financieros	2.616	2.700	2.618	2.657	2.659	2.480	2.613	2.668
Pasivos financieros (-)	56.328	58.517	60.536	59.897	59.363	59.054	59.643	60.205
Efectivo y depósitos	22.471	24.362	24.549	23.577	23.065	22.531	22.354	22.228
Valores representativos de deuda	8.595	8.738	8.824	8.565	8.423	8.253	8.248	8.253
Préstamos	3.770	3.988	4.148	4.274	4.046	3.982	4.034	4.077
de los cuales: a largo plazo	2.329	2.582	2.603	2.664	2.610	2.630	2.716	2.700
Acciones y otras participaciones	13.582	13.399	14.809	15.028	15.410	15.936	16.440	16.878
Acciones cotizadas	998	803	938	963	1.068	1.184	1.274	1.267
Acciones no cotizadas y otras participaciones	5.685	5.917	6.382	6.379	6.442	6.661	6.790	6.858
Participaciones en fondos de inversión	6.898	6.678	7.488	7.686	7.901	8.092	8.376	8.752
Sistemas de pensiones y de seguros	6.099	6.230	6.558	6.657	6.691	6.749	6.906	7.062
Otros pasivos	1.757	1.745	1.593	1.741	1.674	1.551	1.608	1.652

Fuentes: BCE y Eurostat.

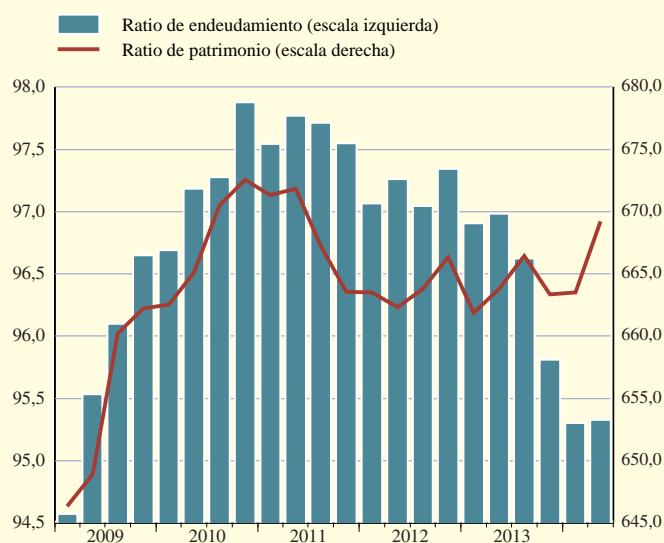
### 3.5 Hogares y sociedades no financieras, resumen de indicadores

(porcentajes basados en operaciones acumuladas de cuatro trimestres; tasas de variación interanual)

	2009	2010	2011	2012	2013 II	2013 III	2013 IV	2014 I	2014 II
<b>Hogares</b>	<i>porcentaje de la renta disponible bruta ajustada</i>								
Tasa de ahorro	15,0	13,8	13,1	12,9	12,8	12,9	13,3	13,2	13,0
Tasa de inversión	9,3	9,1	9,0	8,7	8,5	8,5	8,3	8,4	8,3
Ratio de endeudamiento	96,6	97,9	97,6	97,3	97,0	96,6	95,8	95,3	95,3
Ratio de patrimonio neto	662,2	672,6	663,6	666,3	663,8	666,5	663,4	663,5	669,2
	<i>tasas de variación interanual</i>								
Remuneración de los asalariados	-0,2	1,4	2,2	1,1	0,5	1,1	1,7	1,9	2,0
Renta disponible bruta (ajustada)	-0,3	1,0	1,8	0,3	-0,3	1,5	2,5	1,1	0,9
Gasto en consumo final	-1,8	2,4	2,7	0,5	0,2	1,2	0,7	1,4	1,6
Ahorro bruto	9,2	-7,1	-3,6	-1,2	-3,0	3,9	14,5	-0,9	-2,8
Inversión financiera	2,8	2,4	1,9	1,8	2,0	1,8	1,7	1,6	1,7
Financiación	2,4	2,7	1,3	0,5	-0,1	-0,3	-0,4	0,0	0,8
<b>Sociedades no financieras</b>	<i>porcentaje del valor añadido bruto (salvo indicación en contrario)</i>								
Participación en los beneficios	24,7	26,6	26,5	25,0	24,8	24,6	24,0	24,2	24,2
Tasa de inversión	21,5	21,5	22,1	22,0	21,7	21,7	21,7	21,8	21,7
Ratio de deuda (deuda/PIB)	-	-	-	-	130,2	129,6	128,0	126,8	127,4
Ratio de apalancamiento (deuda/pasivo total)	-	-	-	-	49,1	47,5	46,5	46,2	46,0
	<i>tasas de variación interanual</i>								
Valor añadido bruto	-4,9	2,9	3,6	0,6	0,6	0,7	0,7	2,0	1,3
Excedente bruto de explotación y renta mixta	-9,8	5,2	3,9	-1,4	-0,3	-0,8	-3,0	2,3	0,1
Renta empresarial neta	-12,2	11,0	3,1	-5,1	-2,2	-3,2	-9,1	6,0	0,5
Formación bruta de capital fijo	-14,6	2,8	6,6	0,2	-0,8	0,1	1,3	3,6	0,2
Inversión financiera	1,0	4,8	3,3	1,0	1,2	1,4	1,0	1,0	1,2
Financiación	0,1	2,4	2,1	0,8	0,9	1,0	0,7	0,5	0,5

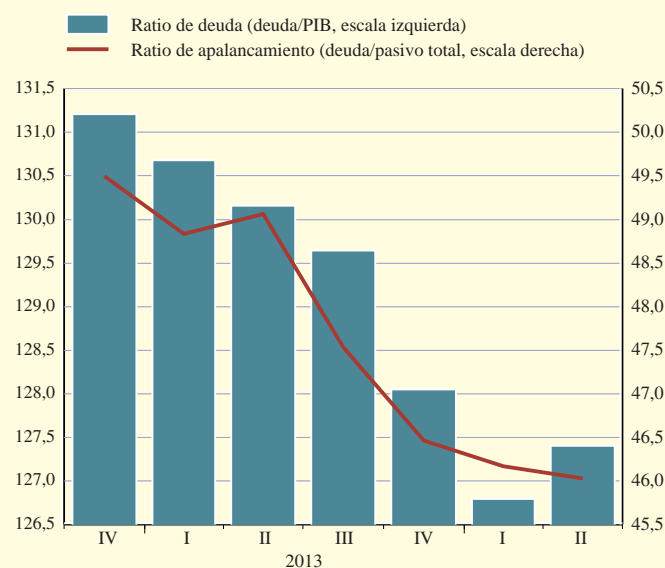
#### G15 Deuda y patrimonio neto de los hogares

(porcentajes de la renta disponible bruta ajustada)



#### G16 Deuda y apalancamiento de las sociedades no financieras

(porcentajes del PIB y porcentajes del pasivo total, respectivamente)



Fuentes: BCE y Eurostat.



## MERCADOS FINANCIEROS

### 4.1 Valores representativos de deuda por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda

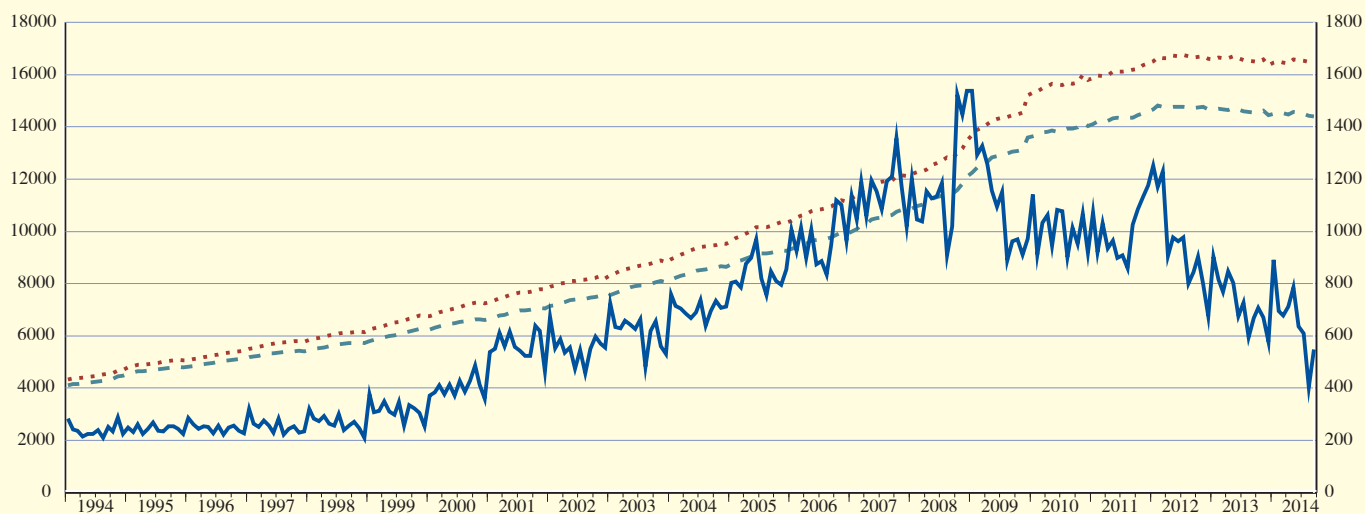
(mm de euros y tasas de crecimiento del período; datos desestacionalizados; operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

	Emisiones totales en euros <sup>1)</sup>			Emisiones por residentes en la zona del euro									
	Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	En euros			En todas las monedas					Desestacionalizadas <sup>2)</sup>	
				Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	Saldos vivos	Emisiones brutas	Emisiones netas	Tasas de crecimiento interanual	Emisiones netas	Tasas crec. de 6 meses	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
<b>Total</b>													
2013 Sep	16.808,3	607,9	10,2	14.559,4	557,3	-6,8	16.517,5	668,1	-5,2	-0,7	29,0	-0,3	
Oct	16.809,8	644,0	2,5	14.548,5	573,8	-9,8	16.484,0	706,8	-22,3	-1,0	-32,0	-0,5	
Nov	16.919,2	598,4	109,7	14.630,1	539,6	81,9	16.571,1	670,8	85,7	-0,8	9,2	-0,5	
Dic	16.742,9	517,6	-186,1	14.456,8	479,4	-183,1	16.352,1	577,4	-220,0	-1,3	-109,8	-1,6	
2014 Ene	16.764,3	795,4	21,4	14.487,8	739,4	30,9	16.459,7	890,4	89,8	-0,8	63,2	-0,3	
Feb	16.835,2	628,8	66,7	14.545,8	575,6	53,9	16.516,9	694,6	66,3	-0,6	2,8	-0,5	
Mar	16.814,5	650,9	-21,6	14.512,7	581,8	-34,0	16.464,1	677,8	-53,4	-0,8	-43,9	-1,3	
Abr	16.792,7	682,9	-20,3	14.477,1	619,7	-34,1	16.424,2	711,6	-36,6	-1,0	-41,6	-1,4	
May	16.897,0	731,2	104,2	14.581,3	658,2	104,0	16.570,6	784,8	130,5	-0,8	42,2	-1,1	
Jun	16.874,3	598,1	-23,4	14.537,7	522,5	-44,3	16.552,8	637,5	-18,2	-0,5	28,1	0,6	
Jul	16.853,1	558,5	-21,7	14.496,6	500,6	-42,1	16.532,7	609,2	-35,9	-0,2	1,7	-0,1	
Ago	16.796,3	336,3	-56,9	14.435,1	300,7	-61,7	16.480,0	402,8	-63,7	-0,5	-27,5	-0,5	
Sep	16.807,9	511,2	12,3	14.407,0	428,9	-27,0	16.512,4	547,7	-0,8	-0,5	29,5	0,4	
<b>A largo plazo</b>													
2013 Sep	15.542,7	223,7	16,9	13.372,6	190,6	6,0	15.080,7	216,7	15,5	0,1	43,1	0,4	
Oct	15.569,7	249,5	27,0	13.381,0	199,4	8,6	15.074,6	228,6	2,9	-0,1	-6,7	0,5	
Nov	15.685,5	252,0	114,6	13.472,6	210,1	90,6	15.182,0	240,2	105,8	0,2	30,4	0,7	
Dic	15.586,4	155,1	-99,6	13.382,3	134,2	-90,8	15.070,8	149,6	-102,6	0,1	-27,8	0,4	
2014 Ene	15.550,8	273,7	-34,5	13.349,3	237,4	-31,8	15.080,6	290,3	-3,9	0,0	1,3	0,9	
Feb	15.614,3	231,8	63,3	13.402,9	197,6	53,4	15.129,6	228,5	61,4	0,3	-0,3	0,5	
Mar	15.566,2	257,1	-49,4	13.350,4	209,1	-53,9	15.073,1	238,5	-57,5	-0,1	-38,0	-0,5	
Abr	15.575,1	273,7	9,1	13.339,1	227,5	-11,2	15.061,8	250,3	-9,4	-0,1	-19,0	-0,7	
May	15.672,7	327,5	98,4	13.445,4	278,4	107,1	15.205,6	322,5	130,8	0,2	51,8	-0,4	
Jun	15.687,1	253,9	12,7	13.447,0	200,7	0,0	15.221,3	246,7	15,2	0,4	29,6	0,3	
Jul	15.644,3	218,9	-44,6	13.381,2	180,2	-68,3	15.164,5	206,6	-72,7	0,5	-13,7	0,1	
Ago	15.586,4	76,2	-57,8	13.324,9	65,1	-56,3	15.114,1	76,0	-59,5	0,2	-20,6	-0,1	
Sep	15.618,0	237,6	31,6	13.328,0	179,7	3,4	15.171,2	216,8	26,9	0,2	50,1	1,0	

### G17 Saldo vivo total y emisiones brutas de valores representativos de deuda por residentes en la zona del euro

(mm de euros)

- Emisión bruta total (escala derecha)
- ... Saldo vivo total (escala izquierda)
- - Saldo vivo en euros (escala izquierda)



Fuentes: BCE y BPI (en el caso de emisiones realizadas por no residentes en la zona del euro).

1) Emisión total de valores distintos de acciones denominados en euros realizada por residentes y no residentes en la zona del euro.

2) Para más información sobre el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las Notas Técnicas. Las tasas de crecimiento de seis meses se han anualizado.

#### 4.2 Valores representativos de deuda emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento

(mm de euros, operaciones realizadas en el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

##### 1. Saldos vivos y emisiones brutas

	Saldos vivos					Emisiones brutas <sup>1)</sup>						
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	<b>Total</b>											
2012	16.594	5.400	3.256	980	6.274	684	958	589	81	68	187	33
2013	16.352	4.888	3.183	1.050	6.558	674	730	385	65	64	188	29
2013 IV	16.352	4.888	3.183	1.050	6.558	674	652	341	58	65	163	25
2014 I	16.464	4.820	3.188	1.076	6.699	681	754	371	71	69	202	41
II	16.553	4.738	3.209	1.096	6.828	682	711	325	83	74	195	35
III	16.512	4.672	3.239	1.123	6.783	696	520	212	64	49	165	31
2014 Jun	16.553	4.738	3.209	1.096	6.828	682	638	286	68	62	183	39
Jul	16.533	4.702	3.248	1.113	6.790	680	609	233	88	64	190	34
Ago	16.480	4.684	3.219	1.116	6.775	687	403	191	38	33	119	22
Sep	16.512	4.672	3.239	1.123	6.783	696	548	211	64	49	185	38
	<b>A corto plazo</b>											
2012	1.489	601	136	82	606	64	703	490	37	52	104	21
2013	1.281	474	111	74	571	52	513	315	27	47	103	21
2013 IV	1.281	474	111	74	571	52	446	269	23	45	91	18
2014 I	1.391	530	143	82	579	57	502	289	35	50	100	27
II	1.331	516	113	79	572	51	438	246	21	54	92	25
III	1.341	509	126	81	576	49	353	165	34	37	97	21
2014 Jun	1.331	516	113	79	572	51	391	218	18	40	86	29
Jul	1.368	516	145	87	577	44	403	181	52	45	105	21
Ago	1.366	527	133	86	573	47	327	162	27	30	91	16
Sep	1.341	509	126	81	576	49	331	153	22	36	95	25
	<b>A largo plazo <sup>2)</sup></b>											
2012	15.106	4.799	3.120	898	5.668	620	255	99	45	16	84	12
2013	15.071	4.414	3.072	975	5.988	622	217	69	38	17	85	8
2013 IV	15.071	4.414	3.072	975	5.988	622	206	72	35	20	72	7
2014 I	15.073	4.290	3.045	994	6.120	624	252	82	36	19	102	14
II	15.221	4.223	3.095	1.017	6.256	631	273	79	62	20	103	9
III	15.171	4.163	3.113	1.042	6.206	647	166	46	30	12	68	11
2014 Jun	15.221	4.223	3.095	1.017	6.256	631	247	67	50	22	97	10
Jul	15.164	4.186	3.103	1.027	6.213	636	207	52	37	20	85	13
Ago	15.114	4.157	3.086	1.030	6.201	640	76	29	11	3	28	6
Sep	15.171	4.163	3.113	1.042	6.206	647	217	58	43	13	90	13
	<i>del cual: a tipo fijo</i>											
2012	10.431	2.809	1.211	809	5.157	444	165	54	18	15	71	7
2013	10.676	2.646	1.316	875	5.386	452	144	36	19	14	69	6
2013 IV	10.676	2.646	1.316	875	5.386	452	137	37	18	18	59	5
2014 I	10.748	2.563	1.316	888	5.521	461	183	46	20	16	90	11
II	10.931	2.539	1.390	909	5.626	467	183	38	38	18	82	7
III	10.933	2.507	1.417	929	5.597	483	117	24	16	10	59	8
2014 Jun	10.931	2.539	1.390	909	5.626	467	170	40	19	19	86	7
Jul	10.896	2.524	1.404	915	5.582	471	142	30	17	16	72	8
Ago	10.862	2.500	1.401	919	5.567	475	48	11	7	2	23	4
Sep	10.933	2.507	1.417	929	5.597	483	161	31	23	12	82	12
	<i>del cual: a tipo variable</i>											
2012	4.245	1.734	1.812	86	439	175	78	38	25	1	8	5
2013	3.980	1.562	1.651	97	501	169	61	28	17	2	11	2
2013 IV	3.980	1.562	1.651	97	501	169	61	31	16	2	10	2
2014 I	3.908	1.529	1.615	100	501	163	58	31	13	3	8	3
II	3.875	1.491	1.581	101	538	163	77	37	20	2	17	2
III	3.837	1.465	1.571	105	531	164	39	17	12	2	6	2
2014 Jun	3.875	1.491	1.581	101	538	163	61	22	25	2	8	4
Jul	3.856	1.470	1.575	105	542	165	52	16	17	4	11	5
Ago	3.839	1.466	1.562	105	542	165	19	12	2	0	2	2
Sep	3.837	1.465	1.571	105	531	164	45	22	17	1	4	1

Fuente: BCE.

- Los datos mensuales sobre emisiones brutas se refieren a las operaciones realizadas en el mes. A efectos de comparación, los datos trimestrales y anuales se refieren a las respectivas medias mensuales.
- La diferencia residual entre el total de valores representativos de deuda a largo plazo y los valores representativos de deuda a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable se debe a los bonos cupón cero y a los efectos de revalorización.



## 4.2 Valores representativos de deuda emitidos por residentes en la zona del euro por sector emisor y tipo de instrumento

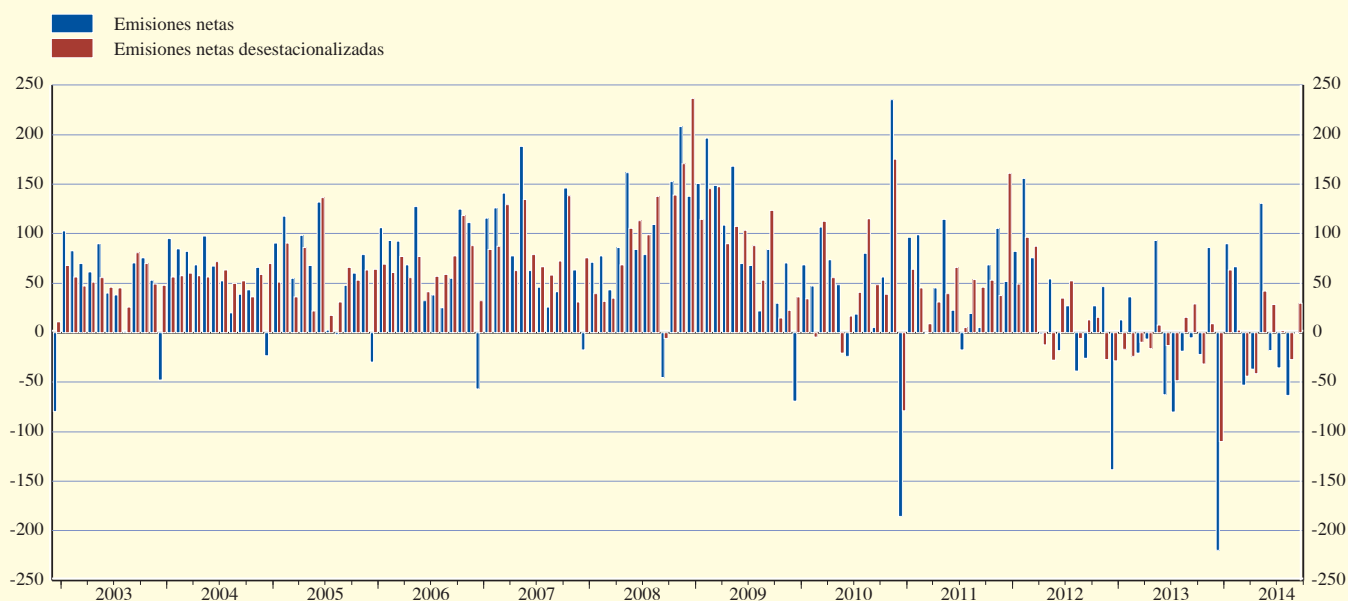
(mm de euros, salvo indicación en contrario; operaciones realizadas en el período; valores nominales)

### 2. Emisiones netas

	Sin desestacionalizar <sup>1)</sup>						Desestacionalizadas <sup>1)</sup>					
	Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Total											
2012	20,5	-8,2	2,0	10,4	13,1	3,1	-	-	-	-	-	-
2013	-17,4	-39,8	-7,6	6,6	24,0	-0,6	-	-	-	-	-	-
2013 IV	-52,2	-35,4	-22,5	3,2	0,9	1,4	-44,2	-29,8	-37,1	5,8	16,2	0,8
2014 I	34,2	-21,0	-2,5	8,6	46,9	2,3	7,4	-29,9	2,2	6,7	27,6	0,8
II	25,2	-28,4	5,8	6,0	41,6	0,2	9,6	-27,8	5,2	5,9	25,4	0,8
III	-33,4	-30,3	4,4	5,3	-16,4	3,6	1,2	-27,4	14,2	4,7	4,6	5,1
2014 Jun	-18,2	-46,5	-23,7	3,1	41,7	7,3	28,1	-29,4	9,3	9,5	31,4	7,2
Jul	-35,9	-40,9	32,4	14,4	-39,0	-2,9	1,7	-45,8	33,1	12,8	2,3	-0,7
Ago	-63,7	-23,4	-31,3	1,0	-16,1	6,2	-27,5	-23,2	-14,8	5,5	-2,4	7,4
Sep	-0,8	-26,7	12,0	0,6	5,8	7,6	29,5	-13,2	24,3	-4,2	13,8	8,7
	A largo plazo											
2012	30,3	0,4	-0,1	10,2	15,6	4,2	-	-	-	-	-	-
2013	0,7	-29,4	-4,2	7,2	26,9	0,3	-	-	-	-	-	-
2013 IV	2,0	-14,5	-11,5	8,5	19,8	-0,2	-1,4	-9,7	-23,3	8,7	22,4	0,5
2014 I	0,0	-38,9	-11,9	5,9	44,1	0,7	-12,3	-42,1	-5,8	6,2	30,1	-0,7
II	45,5	-23,2	15,6	7,1	44,1	2,0	20,8	-28,7	13,0	6,9	28,9	0,7
III	-35,1	-27,0	0,2	4,7	-17,6	4,7	5,3	-22,9	7,9	4,4	9,2	6,6
2014 Jun	15,2	-39,6	-3,3	7,1	46,9	4,2	29,6	-39,9	23,7	7,3	36,8	1,7
Jul	-72,7	-41,9	1,1	6,8	-43,7	5,0	-13,7	-40,7	1,2	8,2	8,4	9,2
Ago	-59,5	-32,6	-19,7	1,7	-12,2	3,3	-20,6	-27,4	-3,8	5,8	1,0	3,9
Sep	26,9	-6,5	19,1	5,6	3,1	5,7	50,1	-0,5	26,2	-0,8	18,3	6,8

## G18 Emisiones netas de valores representativos de deuda: desestacionalizadas y sin desestacionalizar

(mm de euros, operaciones realizadas en el mes, valores nominales)



Fuente: BCE.

1) Los datos mensuales sobre emisiones netas se refieren a las operaciones realizadas en el mes. A efectos de comparación, los datos trimestrales y anuales se refieren a las respectivas medias mensuales.

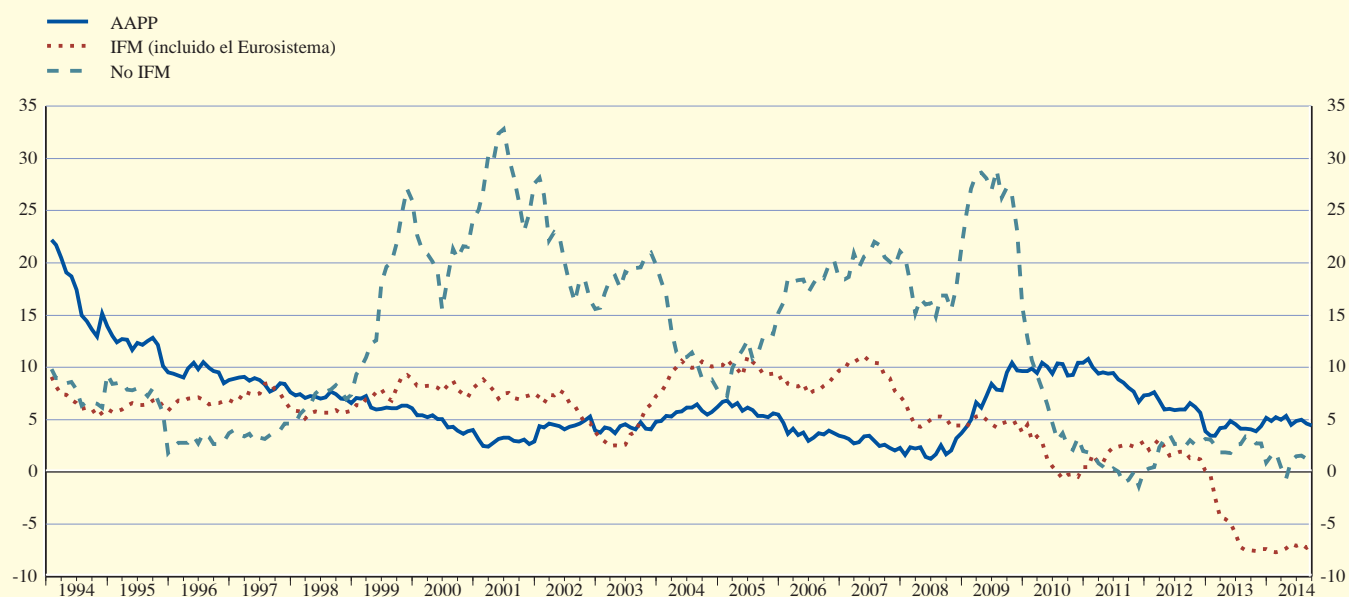
### 4.3 Tasas de crecimiento de los valores representativos de deuda emitidos por residentes en la zona del euro <sup>1)</sup>

(tasas de variación)

	Tasas de crecimiento interanual (sin desestacionalizar)						Tasas de crecimiento de seis meses desestacionalizadas					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Total												
2013 Sep	-0,7	-8,9	1,6	10,0	4,1	-3,8	-0,3	-8,3	1,6	8,1	4,4	-2,8
Oct	-1,0	-9,0	0,6	9,9	3,8	-4,1	-0,5	-7,4	-0,5	7,8	4,4	-4,6
Nov	-0,8	-8,8	0,6	10,0	4,0	-2,6	-0,5	-6,2	-1,3	10,8	3,0	-2,0
Dic	-1,3	-8,9	-2,8	8,1	4,6	-1,1	-1,6	-7,3	-5,8	9,8	3,1	0,1
2014 Ene	-0,8	-8,1	-1,8	9,6	4,4	-2,0	-0,3	-4,9	-4,4	12,6	3,3	1,8
Feb	-0,6	-7,8	-2,0	8,6	4,5	0,7	-0,5	-5,9	-4,3	9,7	3,9	2,3
Mar	-0,8	-7,7	-2,4	7,8	4,2	-0,7	-1,3	-7,0	-6,3	7,3	4,0	1,4
Abr	-1,0	-7,6	-3,7	6,4	4,7	-1,9	-1,4	-7,7	-6,9	5,0	4,9	1,0
May	-0,8	-7,1	-2,4	7,8	3,8	-1,2	-1,1	-8,0	-3,6	5,3	4,5	-0,5
Jun	-0,5	-7,1	-2,2	8,6	4,0	0,8	0,6	-6,9	1,4	7,3	4,9	1,4
Jul	-0,2	-7,1	-1,2	9,0	3,9	1,6	-0,1	-9,2	2,1	5,7	4,6	1,3
Ago	-0,5	-7,1	-1,8	8,3	3,6	1,7	-0,5	-8,2	0,9	7,0	3,3	1,0
Sep	-0,5	-6,9	-1,4	6,7	3,3	3,4	0,4	-6,8	3,7	6,0	2,7	5,3
A largo plazo												
2013 Sep	0,1	-7,5	1,2	11,0	4,4	0,3	0,4	-8,2	1,4	9,2	5,4	2,1
Oct	-0,1	-7,5	0,4	10,7	4,2	0,8	0,5	-6,8	-0,2	9,1	5,5	1,4
Nov	0,2	-7,4	0,5	10,7	4,8	0,4	0,7	-5,1	-1,0	13,1	4,3	1,6
Dic	0,1	-7,4	-1,6	9,7	5,7	0,6	0,4	-4,7	-3,7	12,9	4,4	2,6
2014 Ene	0,0	-7,6	-0,9	10,1	5,5	-1,1	0,9	-3,8	-2,6	13,8	4,6	1,2
Feb	0,3	-7,7	-0,5	10,0	5,6	1,8	0,5	-5,8	-2,9	11,7	5,3	2,7
Mar	-0,1	-7,6	-2,2	9,5	5,4	1,0	-0,5	-6,9	-5,5	9,6	5,4	-0,2
Abr	-0,1	-7,3	-3,3	8,4	5,9	0,5	-0,7	-7,7	-6,3	7,5	6,4	-0,5
May	0,2	-6,9	-1,7	10,4	4,9	0,7	-0,4	-8,6	-2,5	7,9	5,6	-0,3
Jun	0,4	-7,1	-1,2	10,5	5,2	1,3	0,3	-9,4	1,4	8,2	6,0	0,0
Jul	0,5	-6,9	-1,1	10,5	5,2	2,8	0,1	-9,8	0,5	7,3	5,9	4,4
Ago	0,2	-7,3	-1,3	9,7	4,8	2,7	-0,1	-8,7	0,3	7,7	4,4	2,6
Sep	0,2	-7,0	-0,7	8,2	4,6	3,5	1,0	-7,1	4,1	6,9	3,8	7,2

### G19 Tasas de crecimiento interanual de los valores representativos de deuda a largo plazo por sector emisor en todas las monedas

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) Para más información sobre el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las Notas Técnicas. Las tasas de crecimiento de seis meses se han anualizado.

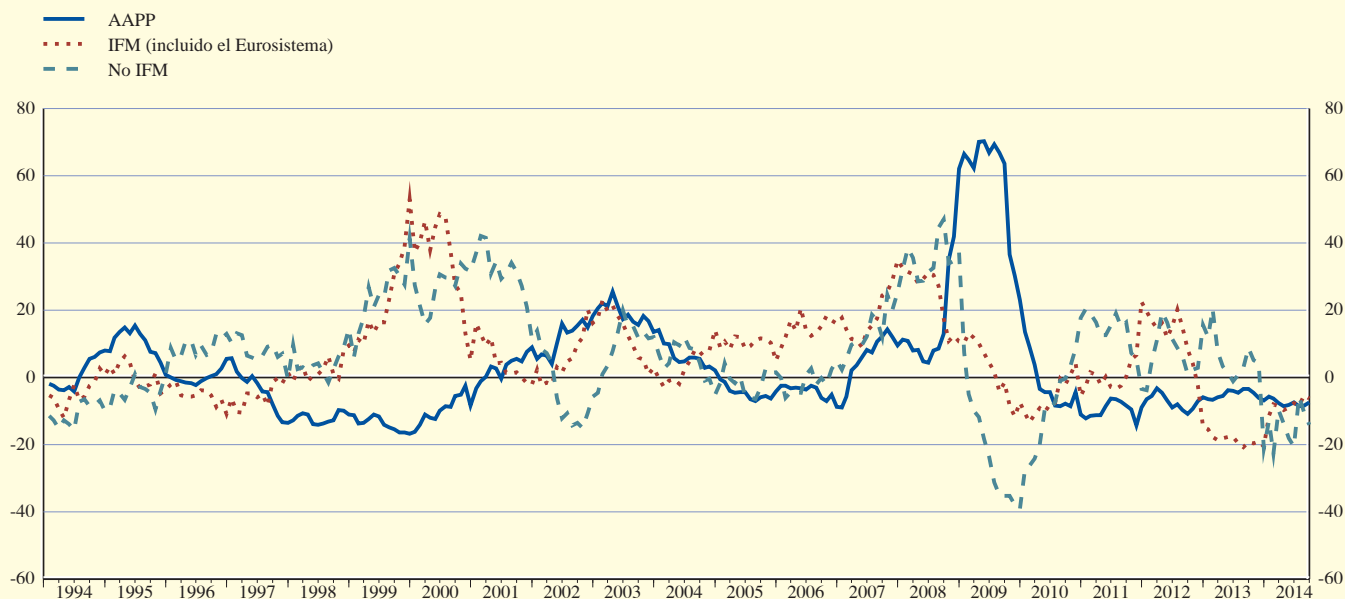
#### 4.3 Tasas de crecimiento de los valores representativos de deuda emitidos por residentes en la zona del euro <sup>1)</sup> (cont.)

(tasas de variación)

	Tipo fijo a largo plazo						Tipo variable a largo plazo					
	Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP		Total	IFM (incluido el Eurosistema)	No IFM		AAPP	
			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP			Instituciones financieras distintas de las IFM	Sociedades no financieras	Adminis- tración Central	Otras AAPP
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
En todas las monedas												
2012	5,3	4,1	1,9	10,4	5,9	7,3	-0,9	-0,3	-4,9	-0,4	6,6	23,3
2013	3,3	-3,2	6,7	13,5	4,6	4,1	-7,2	-7,5	-9,6	5,1	-1,3	-0,8
2013 IV	2,3	-5,0	5,3	10,4	4,3	2,6	-6,7	-9,8	-8,1	12,2	6,5	-4,1
2014 I	1,8	-5,9	1,4	9,6	4,9	1,8	-5,1	-8,5	-7,5	14,2	12,8	-2,5
II	1,9	-6,2	2,0	9,2	4,8	2,6	-5,3	-6,9	-9,5	14,4	11,3	-3,9
III	2,1	-6,1	3,0	9,4	4,5	4,6	-5,0	-7,5	-8,8	12,3	13,2	-2,6
2014 Abr	1,7	-6,5	0,9	8,0	5,0	2,6	-5,4	-6,8	-10,2	14,3	13,8	-5,0
May	2,1	-5,8	3,5	10,1	4,6	2,1	-5,5	-6,9	-9,7	15,2	9,5	-3,0
Jun	2,2	-6,1	2,7	10,1	4,9	3,0	-5,0	-6,9	-8,8	12,7	10,8	-3,1
Jul	2,3	-5,6	3,0	9,9	4,7	4,5	-4,9	-7,7	-8,8	14,3	14,3	-1,7
Ago	1,8	-6,5	2,8	9,3	4,2	4,8	-5,0	-7,8	-9,0	12,1	14,3	-2,9
Sep	2,0	-6,2	3,4	8,1	4,4	6,1	-5,1	-7,5	-8,4	8,7	11,0	-3,4
En euros												
2012	5,5	4,6	0,7	10,7	6,0	7,2	-0,6	2,0	-6,5	-1,5	6,3	22,9
2013	3,1	-4,0	4,1	14,6	4,6	4,1	-7,6	-7,2	-10,8	6,4	-1,8	-1,2
2013 IV	2,0	-6,0	2,9	11,3	4,3	2,8	-7,2	-10,3	-9,0	13,4	6,4	-4,5
2014 I	1,6	-7,1	-1,2	9,4	4,9	1,7	-5,8	-9,3	-8,7	13,5	12,9	-2,7
II	1,8	-7,6	1,2	8,4	4,9	2,2	-6,0	-7,8	-10,9	13,6	11,6	-3,1
III	1,6	-8,1	2,2	8,3	4,4	4,7	-5,6	-8,4	-10,4	11,4	13,7	-0,5
2014 Abr	1,5	-7,8	-0,6	7,6	5,1	2,3	-6,0	-7,6	-11,6	13,4	14,2	-4,3
May	2,1	-7,2	3,8	9,2	4,7	1,8	-6,2	-7,8	-11,1	14,4	9,8	-2,1
Jun	1,9	-7,7	2,0	8,9	4,8	2,6	-6,0	-8,0	-10,8	11,7	11,2	-1,6
Jul	1,9	-7,5	2,5	8,5	4,6	4,4	-5,5	-8,6	-10,5	13,0	14,9	0,6
Ago	1,3	-8,7	1,7	8,5	4,2	4,8	-5,5	-8,6	-10,2	10,9	15,0	-0,7
Sep	1,5	-8,6	2,5	7,0	4,2	7,0	-5,7	-8,1	-10,2	8,9	11,6	-1,2

#### G20 Tasas de crecimiento interanual de los valores representativos de deuda a corto plazo por sector emisor en todas las monedas

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) Las tasas de variación interanual de los datos mensuales se refieren al final del mes, mientras que las de los datos trimestrales y anuales se refieren a la variación interanual de la media del período. Para más información, véanse las Notas Técnicas.

#### 4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro <sup>1)</sup>

(mm de euros, salvo indicación en contrario; valores de mercado)

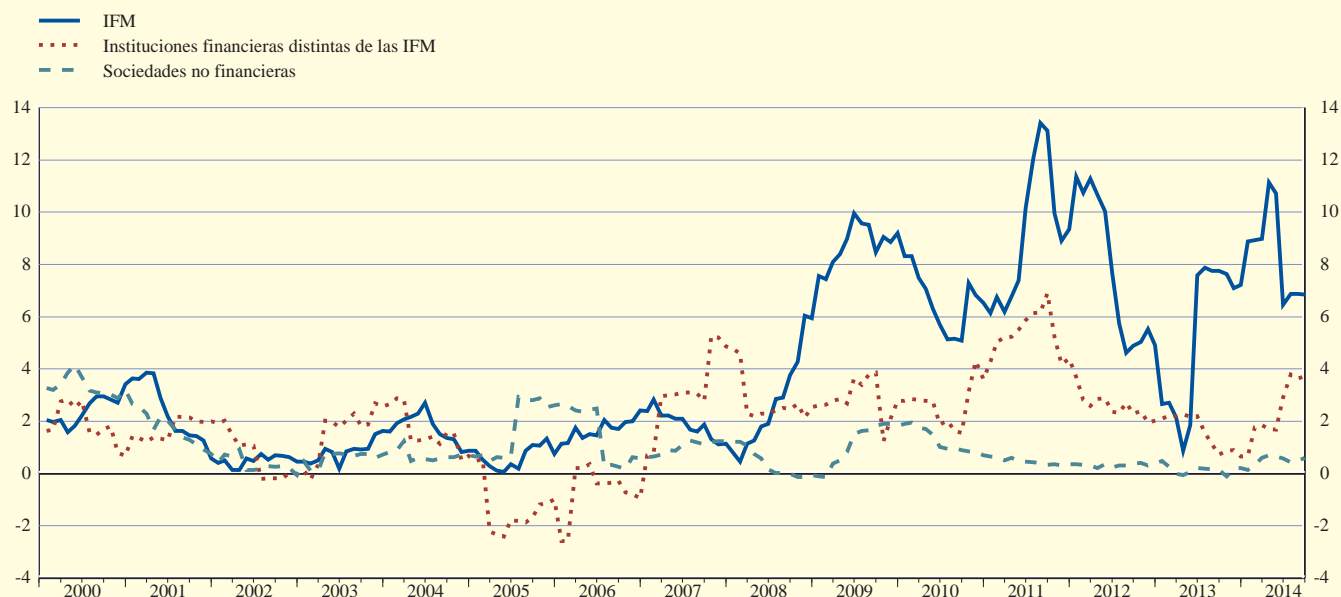
##### 1. Saldos vivos y tasas de crecimiento interanual

(saldos vivos a fin de período)

	Total			IFM		Instituciones financieras distintas de las IFM		Sociedades no financieras	
	Total	Índice: Dic 2008 = 100	Tasas de crecimiento inter-anual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)	Total	Tasas de crecimiento interanual (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2012 Sep	4.320,1	106,8	0,9	365,9	4,9	383,1	2,3	3.571,2	0,4
Oct	4.402,0	106,9	1,0	384,9	5,0	395,8	2,4	3.621,4	0,4
Nov	4.480,1	106,8	0,9	397,5	5,5	393,2	1,9	3.689,3	0,3
Dic	4.594,2	107,0	0,9	404,6	4,9	415,0	2,0	3.774,6	0,4
2013 Ene	4.758,7	107,1	0,8	445,2	2,6	435,4	2,1	3.878,2	0,5
Feb	4.749,5	106,9	0,6	418,5	2,7	433,2	2,2	3.897,8	0,3
Mar	4.752,5	106,7	0,4	382,4	2,2	440,5	2,2	3.929,6	0,0
Abr	4.849,9	106,6	0,2	412,5	0,9	463,9	2,3	3.973,5	-0,1
May	4.978,3	106,9	0,4	443,4	1,9	484,6	2,2	4.050,3	0,1
Jun	4.775,5	107,7	1,0	415,7	7,6	470,2	2,2	3.889,5	0,2
Jul	4.988,7	107,7	1,0	449,7	7,9	465,8	1,6	4.073,2	0,2
Ago	4.969,0	107,7	0,9	463,8	7,8	464,4	1,1	4.040,9	0,2
Sep	5.209,3	107,7	0,9	495,4	7,8	480,9	0,7	4.233,0	0,1
Oct	5.478,0	107,6	0,7	557,2	7,6	512,7	0,9	4.408,1	-0,1
Nov	5.571,3	107,8	0,9	562,7	7,1	524,2	0,9	4.484,3	0,2
Dic	5.642,7	107,9	0,9	569,0	7,2	540,7	0,6	4.533,0	0,2
2014 Ene	5.556,9	108,1	1,0	597,7	8,9	527,0	0,7	4.432,2	0,1
Feb	5.832,9	108,2	1,3	637,8	8,9	548,6	1,8	4.646,5	0,3
Mar	5.883,6	108,3	1,5	642,6	9,0	549,4	1,9	4.691,6	0,6
Abr	5.914,3	108,5	1,7	639,1	11,1	548,3	1,7	4.726,9	0,7
May	6.009,2	108,7	1,7	642,6	10,7	543,6	1,7	4.823,0	0,6
Jun	6.017,2	109,2	1,4	629,3	6,5	537,8	2,9	4.850,1	0,6
Jul	5.872,6	109,2	1,4	626,8	6,9	531,9	3,8	4.713,9	0,4
Ago	5.923,1	109,2	1,4	638,0	6,9	545,4	3,6	4.739,8	0,5
Sep	5.936,1	109,3	1,5	651,4	6,9	547,6	3,7	4.737,1	0,6

#### G21 Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuente: BCE.

1) Para más información sobre el cálculo del índice y de las tasas de crecimiento, véanse las Notas Técnicas.

#### 4.4 Acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro

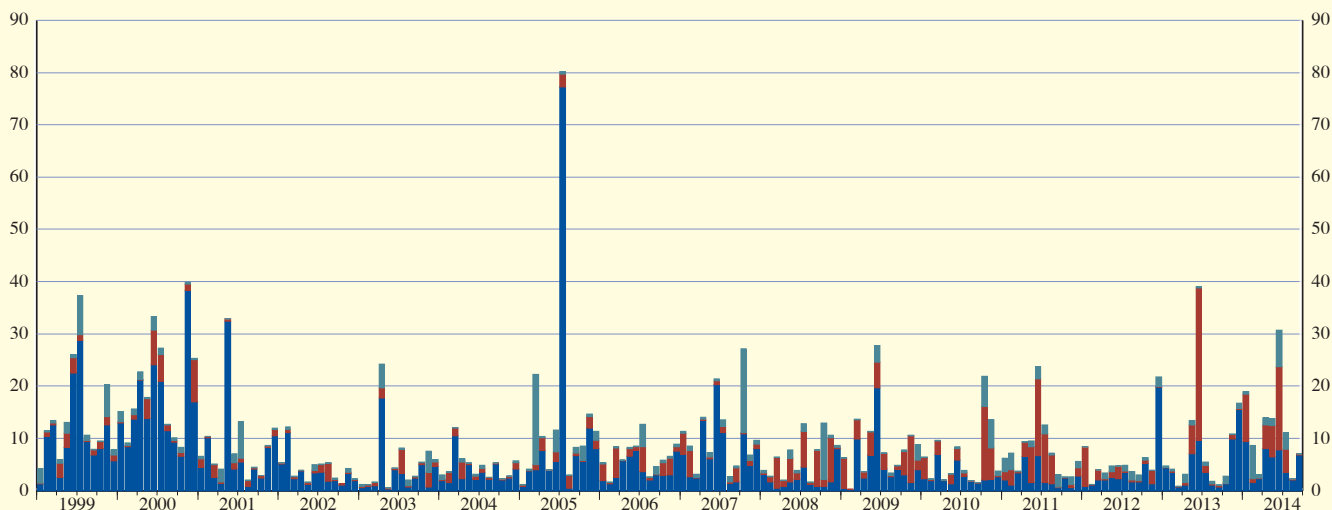
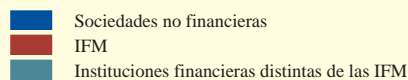
(mm de euros; valores de mercado)

### 2. Operaciones realizadas en el mes

	Total			IFM			Inst. financieras distintas de las IFM			Sociedades no financieras		
	Emisiones brutas 1	Amortizaciones 2	Emisiones netas 3	Emisiones brutas 4	Amortizaciones 5	Emisiones netas 6	Emisiones brutas 7	Amortizaciones 8	Emisiones netas 9	Emisiones brutas 10	Amortizaciones 11	Emisiones netas 12
2012 Sep	2,9	0,5	2,3	0,1	0,0	0,1	1,2	0,1	1,0	1,7	0,4	1,3
Oct	6,3	1,8	4,5	0,5	0,0	0,5	0,5	0,1	0,4	5,3	1,7	3,6
Nov	3,9	5,9	-2,0	2,5	0,0	2,5	0,1	0,1	0,0	1,3	5,8	-4,5
Dic	21,6	16,2	5,4	0,0	0,5	-0,5	1,8	0,0	1,8	19,8	15,7	4,1
2013 Ene	4,6	0,3	4,3	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	4,3	0,2	4,1
Feb	4,1	11,4	-7,3	0,3	0,0	0,3	0,3	0,0	0,3	3,5	11,4	-7,8
Mar	0,7	10,6	-9,9	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,3	-0,3	0,6	10,1	-9,4
Abr	3,2	5,9	-2,8	0,4	5,2	-4,8	1,7	0,0	1,6	1,1	0,7	0,4
May	13,4	1,8	11,5	5,5	0,0	5,5	0,8	0,0	0,8	7,0	1,8	5,2
Jun	39,1	1,9	37,1	29,2	0,0	29,1	0,3	0,3	0,1	9,6	1,7	7,9
Jul	5,5	3,0	2,4	1,4	0,0	1,4	0,6	1,9	-1,4	3,5	1,1	2,4
Ago	1,7	2,3	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5	0,0	1,1	1,8	-0,7
Sep	0,9	1,7	-0,8	0,1	0,0	0,1	0,0	0,6	-0,6	0,7	1,1	-0,3
Oct	2,6	7,5	-4,9	0,1	0,0	0,1	1,3	0,1	1,2	1,2	7,4	-6,2
Nov	10,9	2,1	8,8	0,8	0,0	0,8	0,2	0,1	0,1	9,9	2,0	7,9
Dic	16,6	9,4	7,2	0,0	0,0	0,0	1,1	0,0	1,1	15,6	9,4	6,2
2014 Ene	18,9	7,8	11,1	9,1	0,3	8,9	0,5	0,1	0,3	9,4	7,4	1,9
Feb	8,7	2,3	6,4	0,7	0,0	0,7	6,4	0,3	6,1	1,6	2,0	-0,4
Mar	2,9	2,4	0,5	0,0	0,0	0,0	0,6	0,6	0,0	2,3	1,8	0,5
Abr	13,9	3,1	10,9	4,5	0,0	4,5	1,4	0,2	1,3	8,0	2,9	5,1
May	13,8	2,8	11,0	6,0	0,0	6,0	1,3	0,4	0,8	6,5	2,3	4,1
Jun	30,7	1,9	28,8	16,0	0,0	16,0	7,0	0,3	6,6	7,8	1,6	6,2
Jul	11,1	7,7	3,4	4,5	0,0	4,5	3,1	0,1	3,0	3,4	7,6	-4,1
Ago	2,2	1,9	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,9	-0,8	2,1	0,9	1,2
Sep	6,9	1,7	5,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,3	6,9	1,3	5,5

#### G22 Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor

(mm de euros; operaciones realizadas en el mes; valores de mercado)



Fuente: BCE.

#### 4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro, y a sus depósitos <sup>1)</sup>

(porcentaje; saldos vivos a fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

##### 1. Tipos de interés aplicados a los depósitos (nuevas operaciones)

	Depósitos de los hogares						Depósitos de las sociedades no financieras				Cesiones temporales
	A la vista	A plazo			Disponibles con preaviso <sup>2)</sup>		A la vista	A plazo			
		Hasta 1 año	A más de 1 año y hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses		Hasta 1 año	A más de 1 año y hasta 2 años	A más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2013 Nov	0,29	1,60	1,76	2,02	1,12	1,11	0,34	0,75	1,57	1,73	0,46
Dic	0,29	1,58	1,66	1,91	1,11	1,07	0,34	0,79	1,52	1,63	0,70
2014 Ene	0,28	1,66	1,64	1,95	1,09	1,05	0,33	0,71	1,42	1,81	0,57
Feb	0,28	1,60	1,63	1,93	1,11	1,03	0,33	0,63	1,42	1,75	0,79
Mar	0,28	1,57	1,50	1,86	1,07	1,01	0,35	0,65	1,37	1,58	0,85
Abr	0,27	1,57	1,44	1,83	1,06	0,99	0,34	0,70	1,24	1,60	0,28
May	0,27	1,42	1,31	1,72	1,05	0,96	0,34	0,61	1,26	1,38	0,29
Jun	0,27	1,35	1,24	1,74	1,04	0,92	0,31	0,57	1,13	1,52	0,20
Jul	0,24	1,32	1,21	1,75	1,01	0,90	0,28	0,57	1,14	1,49	0,50
Ago	0,24	1,23	1,12	1,66	0,93	0,90	0,28	0,47	1,13	1,63	0,23
Sep	0,23	1,21	1,08	1,70	0,92	0,88	0,26	0,50	1,01	1,53	0,66
Oct	0,22	1,12	1,02	1,65	0,91	0,85	0,25	0,48	0,91	1,40	0,38

##### 2. Tipos de interés aplicados a los préstamos a hogares (nuevas operaciones)

	Préstamos renovables y descubiertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado <sup>3)</sup>	Crédito al consumo				TAE <sup>4)</sup>	Préstamos para adquisición de vivienda				TAE <sup>4)</sup>	Crédito a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica		
			Por fijación inicial del tipo			Sin fijación del tipo y hasta 1 año		Por fijación inicial del tipo			Sin fijación del tipo y hasta 1 año		Por fijación del tipo inicial		
			Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años			Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 y hasta 10 años			A más de 10 años	Sin fijación del tipo y hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2013 Nov	7,65	16,96	5,81	6,05	7,75	7,21	2,79	3,06	3,15	3,31	3,37	3,30	4,08	3,19	
Dic	7,64	16,94	5,63	6,20	7,44	7,05	2,78	3,00	3,15	3,32	3,37	3,07	3,86	3,05	
2014 Ene	7,70	17,08	5,73	6,08	7,73	7,34	2,76	3,01	3,12	3,31	3,36	3,18	3,80	3,01	
Feb	7,66	17,08	5,87	6,02	7,68	7,38	2,79	2,95	3,09	3,27	3,35	3,23	3,97	3,07	
Mar	7,66	17,08	5,83	5,94	7,54	7,28	2,78	2,90	3,03	3,23	3,29	3,23	4,03	3,12	
Abr	7,62	17,24	5,61	5,83	7,50	7,18	2,72	2,91	3,00	3,24	3,29	3,10	3,87	3,07	
May	7,56	17,25	5,64	5,96	7,58	7,27	2,71	2,87	2,96	3,14	3,23	3,29	3,96	2,98	
Jun	7,59	17,21	5,47	5,89	7,45	7,11	2,66	2,85	2,89	3,09	3,20	3,15	3,85	2,94	
Jul	7,43	17,06	5,57	5,80	7,38	6,97	2,63	2,75	2,81	2,99	3,10	3,00	3,78	2,88	
Ago	7,43	17,02	5,58	5,73	7,34	7,02	2,56	2,74	2,73	2,87	3,04	3,05	3,88	2,72	
Sep	7,49	17,07	5,39	5,79	7,29	6,98	2,50	2,69	2,63	2,83	2,97	2,84	3,81	2,65	
Oct	7,33	16,98	5,48	5,69	7,27	7,00	2,43	2,63	2,56	2,79	2,90	2,81	3,82	2,70	

##### 3. Tipos de interés aplicados a los préstamos a sociedades no financieras (nuevas operaciones)

	Préstamos renovables y descubiertos	Otros préstamos y créditos hasta 250.000 euros por fijación del tipo inicial						Otros préstamos y créditos de más de un millón de euros por fijación del tipo inicial					
		Tipo flexible y hasta 3 meses	Más de 3 meses y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 3 años	Más de 3 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años	Tipo flexible y hasta 3 meses	Más de 3 meses y hasta 1 año	Más de 1 y hasta 3 años	Más de 3 y hasta 5 años	Más de 5 y hasta 10 años	Más de 10 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013 Nov	3,95	4,54	4,71	4,34	4,29	3,56	3,50	2,23	2,62	2,96	2,90	2,98	3,10
Dic	3,97	4,52	4,49	4,20	4,19	3,43	3,41	2,17	2,73	2,67	2,81	2,82	3,13
2014 Ene	4,03	4,59	4,68	4,25	3,99	3,40	3,48	2,15	2,74	2,76	2,94	3,03	3,12
Feb	3,99	4,52	4,59	4,26	4,07	3,48	3,46	2,08	2,78	2,91	2,77	2,88	3,13
Mar	3,95	4,58	4,49	4,22	4,10	3,51	3,47	2,17	2,74	2,83	2,99	2,77	3,23
Abr	3,98	4,57	4,48	4,10	3,95	3,45	3,45	2,20	2,55	2,88	2,57	2,82	3,20
May	3,92	4,50	4,51	4,22	4,06	3,41	3,41	2,06	2,40	2,67	2,80	2,62	3,04
Jun	3,88	4,29	4,37	4,12	4,04	3,37	3,21	1,94	2,75	2,55	2,69	2,51	2,91
Jul	3,76	4,32	4,31	3,86	3,89	3,24	3,21	1,91	2,43	2,74	2,37	2,70	2,91
Ago	3,71	4,18	4,28	3,83	3,82	3,15	3,09	1,74	2,43	2,73	2,50	2,39	2,66
Sep	3,69	3,98	4,04	3,79	3,80	3,06	3,10	1,82	2,38	2,66	2,23	2,28	2,54
Oct	3,61	3,98	3,94	3,69	3,80	3,12	3,05	1,74	2,26	3,00	2,36	2,26	2,67

Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- En esta categoría de instrumentos, los hogares y las sociedades no financieras se fusionan y se registran en el sector hogares, ya que los saldos vivos de las sociedades no financieras son insignificantes, comparados con los del sector hogares en el conjunto de los Estados miembros.
- Esta categoría de instrumentos excluye los saldos de tarjetas de crédito de pago único contado, es decir, el crédito concedido al tipo de interés del 0% durante el ciclo de facturación.
- La tasa anual equivalente (TAE) es igual al coste total de un préstamo. Este coste total comprende un componente de tipos de interés y de otros costes relacionados, como costes de información, de administración, de preparación de documentos y de avales.

#### 4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos denominados en euros a sectores residentes en la zona del euro, y a sus depósitos <sup>1),\*</sup>

(porcentaje; saldos vivos a fin de período; las nuevas operaciones se refieren a la media del período, salvo indicación en contrario)

#### 4. Tipos de interés aplicados a los depósitos (saldos vivos)

	Depósitos de los hogares					Depósitos de las sociedades no financieras			Cesiones temporales
	A la vista	A plazo		Disponibles con preaviso <sup>2)</sup>		A la vista	A plazo		
		Hasta 2 años	A más de 2 años	Hasta 3 meses	A más de 3 meses		Hasta 2 años	A más de 2 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2013 Nov	0,29	2,02	2,60	1,12	1,11	0,34	1,32	2,84	1,34
Dic	0,29	1,94	2,57	1,11	1,07	0,34	1,29	2,79	1,05
2014 Ene	0,28	1,87	2,55	1,09	1,05	0,33	1,24	2,77	1,01
Feb	0,28	1,84	2,59	1,11	1,03	0,33	1,23	2,78	1,08
Mar	0,28	1,79	2,53	1,07	1,01	0,35	1,20	2,76	1,11
Abr	0,27	1,75	2,52	1,06	0,99	0,34	1,18	2,73	1,02
May	0,27	1,70	2,48	1,05	0,96	0,34	1,18	2,71	0,87
Jun	0,27	1,65	2,48	1,04	0,92	0,31	1,15	2,67	0,78
Jul	0,24	1,59	2,44	1,01	0,90	0,28	1,11	2,61	0,90
Ago	0,24	1,54	2,43	0,93	0,90	0,28	1,08	2,57	0,82
Sep	0,23	1,50	2,43	0,92	0,88	0,26	1,07	2,60	0,92
Oct	0,22	1,44	2,39	0,91	0,85	0,25	1,02	2,54	0,92

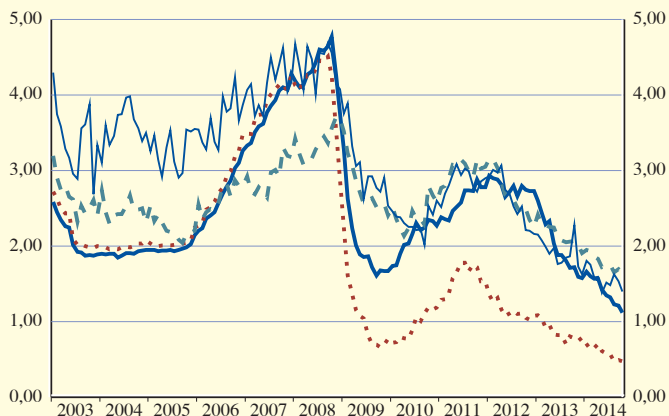
#### 5. Tipos de interés aplicados a los préstamos (saldos vivos)

	Préstamos a hogares					Préstamos a sociedades no financieras				
	Préstamos para adquisición de vivienda, detalle por plazo			Crédito al consumo y otros fines, detalle por plazo			Detalle por plazo			
	Hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años	Hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años	Hasta 1 año	A más de 1 y hasta 5 años	A más de 5 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2013 Nov	3,51	3,22	3,34	7,52	6,11	4,79	3,59	3,28	3,12	
Dic	3,59	3,24	3,33	7,49	6,08	4,77	3,61	3,29	3,14	
2014 Ene	3,61	3,17	3,31	7,59	6,08	4,77	3,67	3,29	3,13	
Feb	3,59	3,21	3,37	7,64	6,20	4,84	3,63	3,33	3,17	
Mar	3,57	3,18	3,33	7,62	6,10	4,77	3,62	3,30	3,13	
Abr	3,63	3,16	3,31	7,51	6,11	4,79	3,63	3,30	3,14	
May	3,59	3,15	3,29	7,50	6,10	4,77	3,57	3,28	3,13	
Jun	3,27	3,15	3,29	7,49	6,12	4,79	3,51	3,28	3,13	
Jul	3,22	3,10	3,26	7,40	6,05	4,76	3,44	3,22	3,08	
Ago	3,14	3,08	3,23	7,39	6,04	4,76	3,38	3,18	3,06	
Sep	3,13	3,06	3,24	7,45	6,05	4,75	3,34	3,13	3,05	
Oct	3,07	3,03	3,21	7,36	5,99	4,72	3,25	3,07	3,02	

#### G23 Nuevos depósitos a plazo

(porcentaje, excluidas comisiones; medias del período)

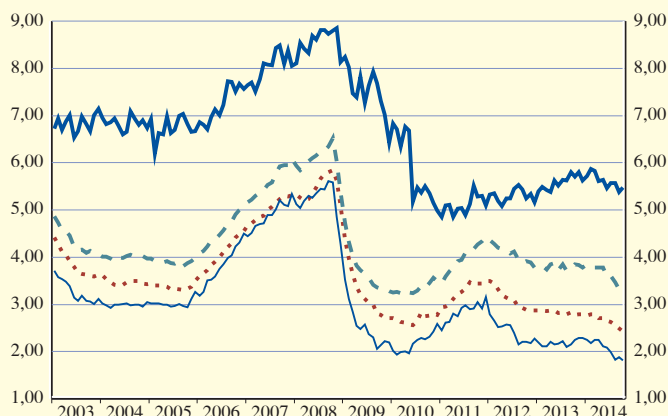
- De los hogares, hasta 1 año
- De las sociedades no financieras, hasta 1 año
- De los hogares, a más de 2 años
- De las sociedades no financieras, a más de 2 años



#### G24 Nuevos préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial

(porcentaje, excluidas comisiones; medias del período)

- A hogares para consumo
- A hogares para adquisición de vivienda
- A sociedades no financieras, hasta 1 millón de euros
- A sociedades no financieras, más de 1 millón de euros



Fuente: BCE

\* Para consultar la fuente de los datos que figuran en el cuadro y las notas a pie de página relacionadas, véase la página S41.



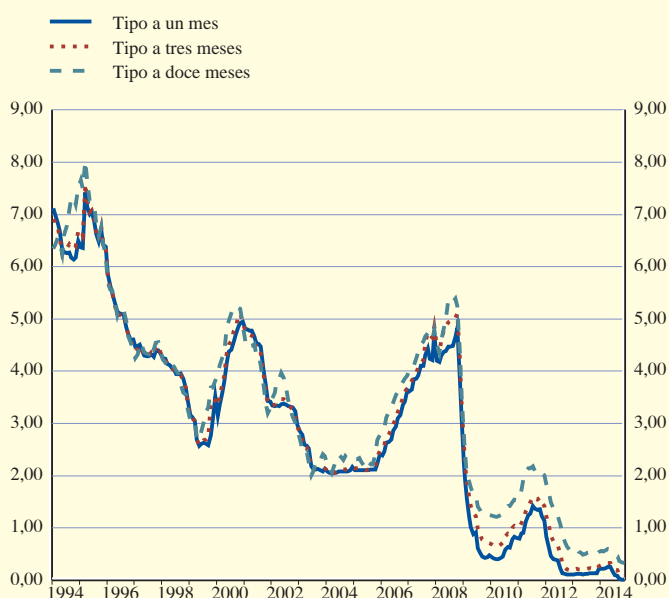
#### 4.6 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentaje; medias del período)

	Zona del euro <sup>1), 2)</sup>					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a 1 día (eonia) 1	Depósitos a 1 mes (euríbor) 2	Depósitos a 3 meses (euríbor) 3	Depósitos a 6 meses (euríbor) 4	Depósitos a 12 meses (euríbor) 5	Depósitos a 3 meses (líbor) 6	Depósitos a 3 meses (líbor) 7
2011	0,87	1,18	1,39	1,64	2,01	0,34	0,19
2012	0,23	0,33	0,57	0,83	1,11	0,43	0,19
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2013 III	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,26	0,15
IV	0,12	0,16	0,24	0,35	0,53	0,24	0,14
2014 I	0,18	0,23	0,30	0,40	0,56	0,24	0,14
II	0,19	0,22	0,30	0,39	0,57	0,23	0,13
III	0,02	0,07	0,16	0,27	0,44	0,23	0,13
2013 Nov	0,10	0,13	0,22	0,33	0,51	0,24	0,14
Dic	0,17	0,21	0,27	0,37	0,54	0,24	0,15
2014 Ene	0,20	0,22	0,29	0,40	0,56	0,24	0,14
Feb	0,16	0,22	0,29	0,39	0,55	0,24	0,14
Mar	0,19	0,23	0,31	0,41	0,58	0,23	0,14
Abr	0,25	0,25	0,33	0,43	0,60	0,23	0,14
May	0,25	0,26	0,32	0,42	0,59	0,23	0,14
Jun	0,08	0,15	0,24	0,33	0,51	0,23	0,13
Jul	0,04	0,10	0,21	0,30	0,49	0,23	0,13
Ago	0,02	0,09	0,19	0,29	0,47	0,23	0,13
Sep	0,01	0,02	0,10	0,20	0,36	0,23	0,12
Oct	0,00	0,01	0,08	0,18	0,34	0,23	0,11
Nov	-0,01	0,01	0,08	0,18	0,33	0,23	0,11

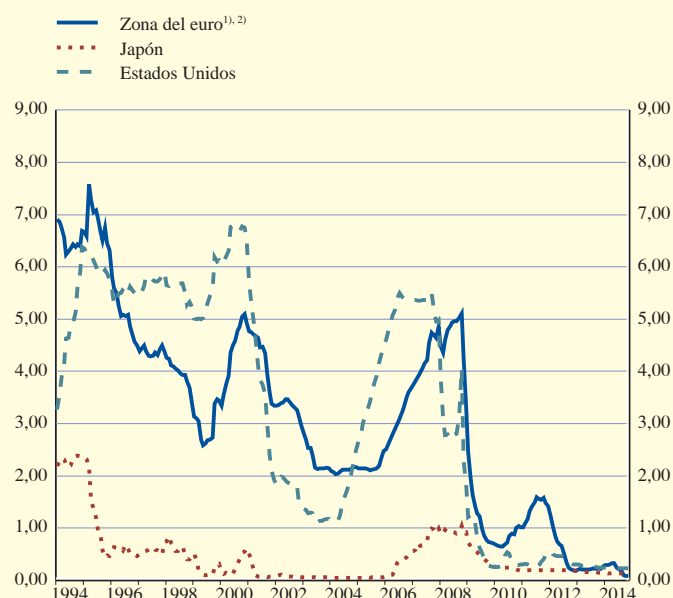
#### G25 Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro<sup>1), 2)</sup>

(medias mensuales; porcentaje)



#### G26 Tipos a tres meses del mercado monetario

(medias mensuales; porcentaje)



Fuente: BCE.

- 1) Para fechas anteriores a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB. Para más información, véanse las Notas Generales.
- 2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.

#### 4.7 Curvas de rendimientos de la zona del euro <sup>1)</sup>

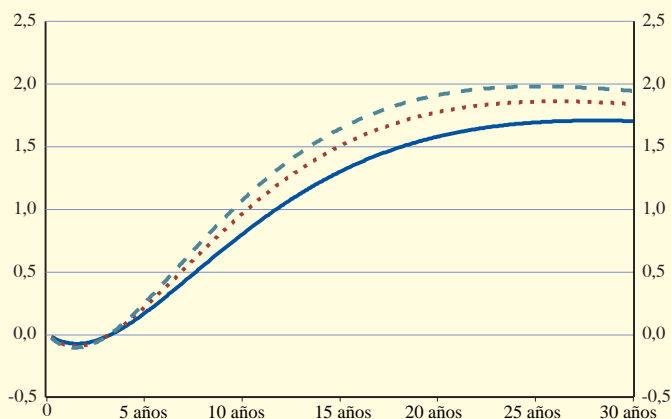
(deuda de las administraciones centrales de la zona del euro con calificación AAA; fin de período; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	Tipos al contado								Tipos forward instantáneos			
	Tres meses	Un año	Dos años	Cinco años	Siete años	Diez años	Diez años-tres meses (diferencial)	Diez años-dos años (diferencial)	Un año	Dos años	Cinco años	Diez años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2011	0,00	0,09	0,41	1,56	2,13	2,65	2,65	2,24	0,32	1,15	3,24	3,84
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,09	1,72	1,66	1,74	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2013 III	0,02	0,07	0,22	0,94	1,45	2,05	2,03	1,84	0,17	0,60	2,25	3,74
IV	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2014 I	0,16	0,11	0,17	0,76	1,23	1,82	1,66	1,65	0,11	0,40	1,94	3,50
II	0,05	-0,01	0,02	0,47	0,88	1,44	1,39	1,42	-0,04	0,16	1,46	3,09
III	-0,03	-0,09	-0,10	0,24	0,57	1,06	1,09	1,16	-0,14	-0,02	1,03	2,53
2013 Nov	0,08	0,05	0,14	0,82	1,34	1,99	1,91	1,84	0,08	0,43	2,14	3,79
Dic	0,08	0,09	0,25	1,07	1,62	2,24	2,16	1,99	0,18	0,67	2,53	3,88
2014 Ene	0,09	0,04	0,11	0,77	1,27	1,89	1,80	1,79	0,04	0,37	2,06	3,61
Feb	0,14	0,09	0,16	0,79	1,27	1,88	1,74	1,72	0,09	0,41	2,03	3,56
Mar	0,16	0,11	0,17	0,76	1,23	1,82	1,66	1,65	0,11	0,40	1,94	3,50
Abr	0,13	0,09	0,16	0,71	1,15	1,72	1,60	1,56	0,10	0,38	1,81	3,36
May	0,09	0,03	0,06	0,56	0,98	1,56	1,47	1,49	0,01	0,23	1,60	3,23
Jun	0,05	-0,01	0,02	0,47	0,88	1,44	1,39	1,42	-0,04	0,16	1,46	3,09
Jul	0,04	-0,02	0,01	0,43	0,81	1,34	1,30	1,33	-0,04	0,14	1,35	2,91
Ago	0,00	-0,06	-0,05	0,28	0,59	1,03	1,03	1,08	-0,09	0,04	1,01	2,38
Sep	-0,03	-0,09	-0,10	0,24	0,57	1,06	1,09	1,16	-0,14	-0,02	1,03	2,53
Oct	-0,02	-0,08	-0,08	0,22	0,52	0,96	0,99	1,05	-0,12	-0,01	0,93	2,33
Nov	-0,02	-0,06	-0,07	0,17	0,42	0,80	0,82	0,87	-0,10	-0,02	0,74	2,01

#### G27 Curvas de tipos al contado de la zona del euro <sup>2)</sup>

(porcentaje; fin de período)

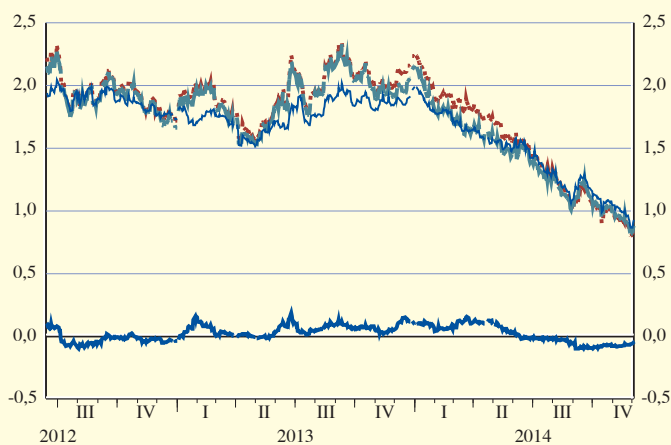
- Noviembre 2014
- ... Octubre 2014
- - - Septiembre 2014



#### G28 Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro <sup>2)</sup>

(datos diarios; tipos de interés en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

- Tipo a un año
- ... Tipo a diez años
- - - Diferencial entre los tipos a diez años y a tres meses
- Diferencial entre los tipos a diez años y a dos años



Fuentes: Cálculos del BCE, basados en datos proporcionados por EuroMTS y calificaciones crediticias de Fitch Ratings.

- 1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- 2) Los datos incluyen la deuda de las administraciones centrales de la zona del euro con calificación AAA.

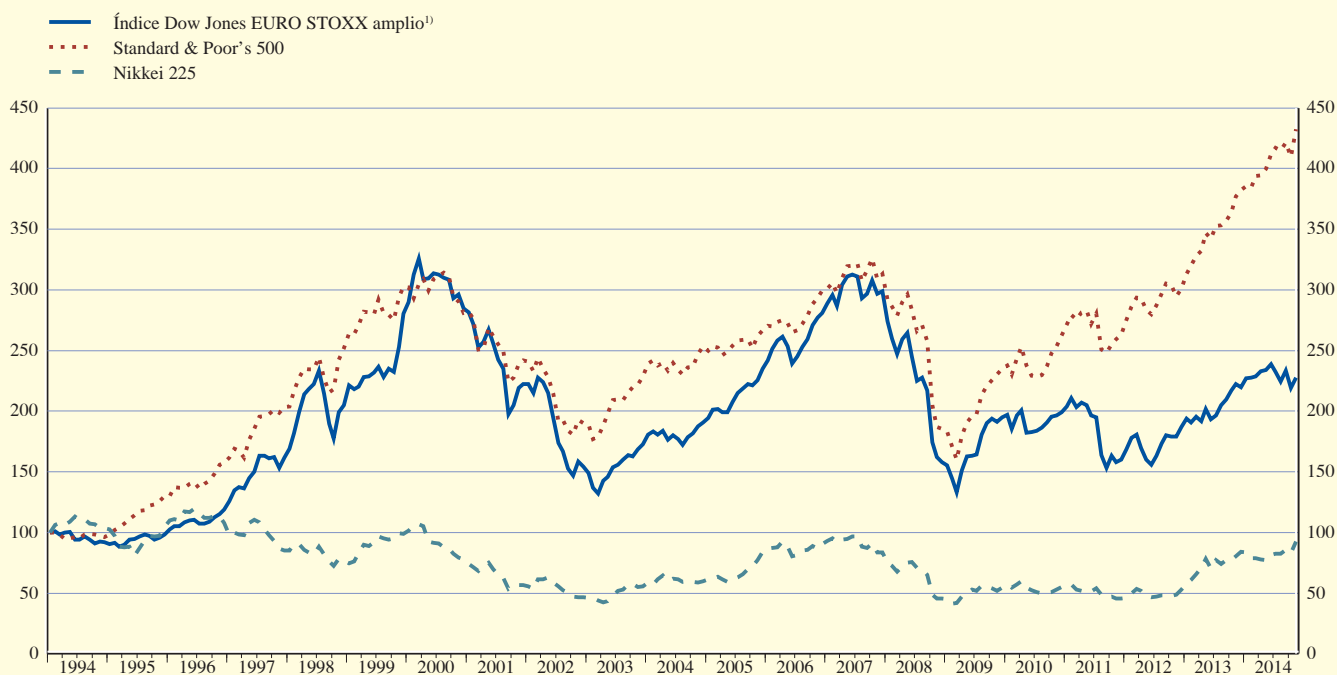
#### 4.8 Índices bursátiles

(niveles de los índices en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX <sup>1)</sup>												Estados Unidos Standard & Poor's 500	Japón Nikkei 225
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Índice amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Financiero	Industrial	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	256,0	2.611,0	493,4	158,1	351,2	311,6	152,6	349,4	222,5	301,7	358,4	432,7	1.267,6	9.425,4
2012	239,7	2.411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1.379,4	9.102,6
2013	281,9	2.794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1.643,8	13.577,9
2013 III	282,1	2.782,3	581,1	197,7	477,6	312,1	150,4	406,2	277,3	224,0	245,3	631,3	1.674,9	14.127,7
IV	304,9	3.017,6	620,6	211,9	492,2	325,7	169,9	442,8	301,9	249,5	287,4	631,8	1.768,7	14.951,3
2014 I	315,9	3.090,8	639,0	218,7	500,1	323,4	182,2	461,0	306,3	262,3	293,9	640,7	1.834,9	14.958,9
II	326,5	3.214,0	657,3	219,5	524,2	360,3	184,5	471,9	305,3	284,9	311,9	656,5	1.900,4	14.655,0
III	319,4	3.173,1	645,9	213,8	509,8	351,1	178,9	446,0	315,3	288,7	304,0	686,1	1.975,9	15.553,1
2013 Nov	308,7	3.056,0	630,5	214,1	498,7	330,9	171,1	448,8	306,1	253,7	289,1	646,6	1.783,5	14.931,7
Dic	304,7	3.010,2	631,3	211,7	490,9	316,3	170,3	443,9	307,2	245,0	282,0	633,9	1.807,8	15.655,2
2014 Ene	314,7	3.092,4	640,7	217,4	497,9	318,8	181,3	462,3	308,2	251,3	297,4	647,6	1.822,4	15.578,3
Feb	315,9	3.085,9	643,7	219,2	502,0	318,9	183,0	460,0	304,3	261,1	291,9	638,3	1.817,0	14.617,6
Mar	317,0	3.094,0	632,7	219,5	500,7	332,4	182,5	460,6	306,2	275,0	292,2	635,8	1.863,5	14.694,8
Abr	323,2	3.171,5	637,8	219,9	518,8	348,9	185,8	470,5	304,1	278,7	298,6	642,4	1.864,3	14.475,3
May	324,7	3.197,4	660,9	217,7	521,7	362,3	181,9	470,2	300,4	280,6	315,0	657,2	1.889,8	14.343,1
Jun	331,5	3.271,7	672,1	220,9	531,9	369,2	185,9	475,0	311,6	295,2	321,4	669,1	1.947,1	15.131,8
Jul	322,3	3.192,3	659,8	215,3	522,6	361,0	178,3	453,8	311,5	292,0	308,7	660,0	1.973,1	15.379,3
Ago	311,3	3.089,1	625,9	210,7	497,0	341,5	173,6	435,3	309,8	281,2	296,7	674,1	1.961,5	15.358,7
Sep	324,0	3.233,4	650,4	215,3	508,7	350,0	184,5	447,9	324,5	292,6	306,1	725,0	1.993,2	15.948,5
Oct	304,2	3.029,6	612,5	202,4	481,0	315,8	173,4	416,4	301,8	276,6	294,6	695,0	1.937,3	15.394,1
Nov	315,7	3.126,1	643,8	217,8	514,8	316,4	174,3	439,7	317,6	280,2	322,7	680,4	2.044,6	17.179,0

#### G29 Índice Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225

(enero 1994 = 100; medias mensuales)



Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.



## PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

### 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

#### 1. Índice armonizado de precios de consumo <sup>1)</sup>

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior)						Pro memoria: Precios administrados <sup>2)</sup>	
	Índice: 2005 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	IAPC total excluidos precios administrados	Precios administrados
		Total, excl. alimentos no elaborados y energía											
% del total en 2014	100,0	100,0	81,7	57,2	42,8	100,0	12,3	7,5	26,7	10,8	42,8	87,3	12,7
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2010	109,8	1,6	1,0	1,8	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,7
2011	112,8	2,7	1,7	3,3	1,8	-	-	-	-	-	-	2,6	3,6
2012	115,6	2,5	1,8	3,0	1,8	-	-	-	-	-	-	2,3	3,8
2013	117,2	1,4	1,3	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1
2013 III	117,3	1,3	1,3	1,3	1,4	0,4	0,7	0,4	-0,1	1,0	0,5	1,3	1,8
IV	117,6	0,8	1,0	0,5	1,2	-0,1	0,3	-1,2	0,1	-1,1	0,1	0,7	1,4
2014 I	117,2	0,7	1,0	0,3	1,2	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,3	0,5	2,0
II	118,2	0,6	0,9	0,0	1,3	0,0	0,1	-1,0	-0,1	-0,3	0,3	0,3	2,2
III	117,7	0,4	0,9	-0,3	1,2	0,2	0,2	0,2	0,1	-0,4	0,4	0,2	1,6
2014 Jun	118,2	0,5	0,8	-0,1	1,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3	2,1
Jul	117,4	0,4	0,8	-0,3	1,3	0,0	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,2	1,8
Ago	117,6	0,4	0,9	-0,3	1,3	0,1	0,0	0,2	0,1	-0,6	0,1	0,2	1,4
Sep	118,1	0,3	0,8	-0,3	1,1	0,0	0,1	0,5	0,0	0,1	0,0	0,1	1,5
Oct	118,0	0,4	0,7	-0,2	1,2	-0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,9	0,0	0,2	1,7
Nov <sup>3)</sup>	117,8	0,3	0,7	.	1,1	.	.	.	.	-1,3	.	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimentos (incl. bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Elaborados	No elaborados	Total	No energéticos	Energía						Alquileres
% del total en 2014	19,8	12,3	7,5	37,5	26,7	10,8	10,5	6,2	7,3	3,1	14,7	7,2
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2010	1,1	0,9	1,3	2,2	0,5	7,4	1,8	1,5	2,3	-0,8	1,0	1,5
2011	2,7	3,3	1,8	3,7	0,8	11,9	1,8	1,4	2,9	-1,3	2,0	2,1
2012	3,1	3,1	3,0	3,0	1,2	7,6	1,8	1,5	2,9	-3,2	2,2	2,0
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,5	2,4	-4,2	2,2	0,7
2013 III	3,1	2,5	4,2	0,3	0,4	0,1	1,8	1,7	2,3	-4,0	2,2	0,8
IV	1,8	2,1	1,3	-0,1	0,3	-0,9	1,7	1,4	1,8	-3,5	2,0	0,4
2014 I	1,4	1,8	0,7	-0,3	0,3	-1,9	1,8	1,4	1,6	-2,7	1,3	1,2
II	0,2	1,5	-1,8	-0,1	0,0	-0,4	1,8	1,4	1,8	-2,8	1,6	1,3
III	-0,1	1,0	-2,0	-0,4	0,1	-1,8	1,7	1,3	1,7	-3,1	1,5	1,3
2014 Jun	-0,2	1,4	-2,8	0,0	-0,1	0,1	1,8	1,4	1,6	-2,9	1,6	1,4
Jul	-0,3	1,1	-2,6	-0,3	0,0	-1,0	1,7	1,3	1,8	-2,9	1,5	1,4
Ago	-0,3	1,0	-2,4	-0,4	0,3	-2,0	1,7	1,3	1,9	-2,9	1,5	1,3
Sep	0,3	1,0	-0,9	-0,6	0,2	-2,3	1,6	1,4	1,5	-3,3	1,5	1,3
Oct	0,5	0,8	0,0	-0,6	-0,1	-2,0	1,6	1,4	1,5	-2,6	1,5	1,4
Nov <sup>3)</sup>	0,5	0,8	0,0	.	0,0	-2,5	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.
- Estas estadísticas experimentales únicamente proporcionan una medida aproximada de los precios administrados, ya que las variaciones de estos precios no se pueden aislar completamente de otras influencias. La nota que explica la metodología utilizada en la elaboración de este indicador puede consultarse en el sitio web de Eurostat <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/introduction>.
- Estimación basada en datos nacionales provisionales, que abarcan habitualmente en torno al 95% de la zona del euro, así como en información adelantada sobre los precios de la energía.

## 5.1 IAPC, otros precios y costes

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 2. Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles

	Precios industriales, excluida construcción										Construcción <sup>1)</sup>	Precios de los inmuebles residenciales <sup>2)</sup>	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales <sup>2),3)</sup>
	Total (índice: 2010 = 100)	Total		Industria, excluidas construcción y energía						Energía			
		Industria manufac- turera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo							
						Total	Duradero	No duradero					
% del total en 2010	100,0	100,0	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	2,3	20,3	27,9			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2010	100,0	2,7	3,3	1,7	3,6	0,2	0,4	0,7	0,4	6,2	1,9	0,9	0,0
2011	105,7	5,7	5,3	3,8	5,8	1,5	3,3	1,9	3,5	10,9	3,3	1,0	3,1
2012	108,6	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	1,6	2,6	6,6	1,7	-1,8	0,4
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	0,7	1,8	-1,6	0,6	-2,1	-1,2
2013 III	108,4	-0,6	-0,3	0,3	-1,1	0,6	1,8	0,6	2,0	-2,7	0,5	-1,5	-1,4
IV	108,0	-1,1	-0,9	-0,3	-1,7	0,5	0,9	0,6	1,0	-2,8	0,7	-1,6	-1,2
2014 I	107,6	-1,6	-1,1	-0,5	-1,8	0,3	0,6	0,9	0,5	-4,1	0,2	-0,7	.
II	107,1	-1,1	-0,4	-0,2	-1,2	0,3	0,5	0,9	0,5	-3,1	0,3	0,0	.
III	106,9	-1,4	-0,6	-0,1	-0,6	0,4	-0,1	1,0	-0,2	-4,3	.	.	.
2014 May	107,0	-1,1	-0,4	-0,2	-1,2	0,3	0,5	0,9	0,5	-3,1	.	.	.
Jun	107,1	-0,9	-0,1	-0,1	-0,9	0,4	0,4	1,0	0,3	-2,5	.	.	.
Jul	106,9	-1,3	-0,4	-0,1	-0,6	0,4	0,2	1,0	0,1	-4,1	.	.	.
Ago	106,7	-1,4	-0,7	-0,2	-0,6	0,4	0,0	1,0	-0,2	-4,7	.	.	.
Sep	107,0	-1,4	-0,8	-0,2	-0,5	0,5	-0,4	1,0	-0,5	-4,3	.	.	.
Oct	106,6	-1,3	-0,9	-0,2	-0,4	0,6	-0,6	1,0	-0,8	-3,9	.	.	.

### 3. Precios de las materias primas y deflatores del producto interior bruto

	Precios del petróleo <sup>4)</sup> (euros por barril)	Precios de las materias primas no energéticas						Deflatores del PIB <sup>1)</sup>							
		Ponderados <sup>5)</sup> por las importaciones			Ponderados <sup>6)</sup> por el destino			Total (d.; índice: 2010 = 100)	Total	Demanda interna				Expor- taciones <sup>7)</sup>	Impor- taciones <sup>7)</sup>
		Total	Alimen- ticias	No alimen- ticias	Total	Alimen- ticias	No alimen- ticias			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo		
% del total	100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0	8	9	10	11	12	13	14	15	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2010	60,7	44,0	19,3	57,9	40,4	22,6	54,5	100,0	0,7	1,4	1,6	0,7	1,3	3,1	5,1
2011	79,7	15,9	21,3	13,6	15,0	20,0	11,8	101,1	1,1	1,9	2,3	0,8	1,7	3,6	5,9
2012	86,6	-5,2	0,2	-7,6	-1,7	5,8	-6,9	102,4	1,3	1,5	1,9	0,8	1,3	1,9	2,5
2013	81,7	-8,0	-13,4	-5,3	-7,7	-10,1	-5,8	103,7	1,3	0,9	1,1	1,3	0,3	-0,3	-1,3
2013 III	82,5	-10,6	-22,2	-4,3	-11,4	-18,2	-5,7	103,8	1,3	0,9	1,3	1,2	0,2	-0,7	-1,8
IV	80,3	-10,1	-18,4	-5,9	-10,9	-15,4	-7,2	104,0	1,0	0,6	0,8	1,3	0,1	-0,9	-2,0
2014 I	78,6	-12,9	-8,8	-14,7	-11,1	-6,8	-14,1	104,3	0,9	0,6	0,8	0,8	0,3	-1,0	-2,0
II	79,9	-6,2	-1,3	-8,6	-3,7	1,1	-7,4	104,5	0,8	0,5	0,7	0,6	0,3	-0,8	-1,5
III	78,0	-4,5	-1,6	-5,8	-1,1	0,2	-2,1	.	.	.	.	.	.	.	.
2014 Jun	82,3	-4,2	-2,2	-5,1	-1,6	0,6	-3,3	.	.	.	.	.	.	.	.
Jul	79,9	-4,8	-5,2	-4,6	-1,5	-1,5	-1,6	.	.	.	.	.	.	.	.
Ago	77,6	-4,2	1,0	-6,4	-1,0	1,3	-2,7	.	.	.	.	.	.	.	.
Sep	76,4	-4,6	-0,5	-6,4	-0,8	1,0	-2,0	.	.	.	.	.	.	.	.
Oct	69,5	-2,7	3,7	-5,4	1,0	4,2	-1,3	.	.	.	.	.	.	.	.
Nov	64,1	-1,5	6,1	-4,7	3,9	9,6	-0,2	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (columnas 8-15 del cuadro 3 de la sección 5.1), cálculos del BCE basados en datos de Thomson Reuters (columna 1 del cuadro 3 de la sección 5.1), cálculos del BCE basados en datos de IPD y fuentes nacionales (columna 13 del cuadro 2 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 12 del cuadro 2 de la sección 5.1 y columnas 2-7 del cuadro 3 de la sección 5.1).

- 1) Precios de los consumos intermedios de los edificios residenciales.
- 2) Datos experimentales basados en fuentes nacionales no armonizadas (para más información, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).
- 3) Los datos se refieren al Euro-18.
- 4) Brent (para entrega en un mes).
- 5) Se refiere a precios expresados en euros. Ponderados según la estructura de las importaciones de la zona del euro en el período 2004-2006.
- 6) Se refiere a precios expresados en euros. Ponderados según la demanda interna de la zona del euro (producción interna más importaciones menos exportaciones) en el período 2004-2006. Datos experimentales (para más información, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).
- 7) Los deflatores de las importaciones y de las exportaciones se refieren a bienes y servicios e incluyen el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro.

## 5.1 IAPC, otros precios y costes<sup>1)</sup>

(tasas de variación interanual)

### 4. Costes laborales unitarios, remuneración del factor trabajo y productividad del trabajo

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

	Total (índice: 2010 = 100)	Total	Por rama de actividad									
			Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manu- facturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, adminis- trativas y servicios auxiliares	Administra- ción pública, sanidad y educación	Actividades artísticas, recreativas y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costes laborales unitarios <sup>1)</sup>												
2012	102,5	1,9	3,6	2,1	2,6	2,6	0,2	-0,4	2,1	3,5	0,5	2,4
2013	103,9	1,4	-2,5	2,1	0,4	1,5	1,5	2,5	-2,4	1,0	1,6	2,2
2013 III	104,1	1,4	-2,7	2,7	0,9	1,2	2,5	-3,0	-2,5	0,5	1,4	1,6
IV	104,2	1,2	-3,7	0,1	0,0	0,4	1,6	4,1	-1,8	0,9	2,8	2,2
2014 I	104,3	0,7	-3,3	0,8	-0,1	0,2	4,4	0,9	0,6	1,6	0,9	1,0
II	104,7	0,9	-1,8	1,5	0,8	0,3	4,4	0,7	1,0	2,2	0,7	1,1
Remuneración por asalariado												
2012	103,8	1,7	1,9	2,3	2,5	1,7	2,0	1,0	2,0	2,3	0,9	2,3
2013	105,6	1,7	1,1	2,7	1,6	1,4	0,9	2,4	-0,3	1,0	1,8	1,7
2013 III	106,0	1,8	1,4	3,3	2,3	1,6	0,8	2,5	-0,7	1,0	1,6	1,3
IV	106,3	2,0	0,6	2,4	2,1	1,3	0,9	3,3	-0,2	1,3	2,8	1,9
2014 I	106,7	1,7	0,4	2,4	3,5	1,8	2,4	1,4	0,9	1,6	1,1	1,5
II	106,9	1,3	1,5	1,7	2,3	1,1	2,0	2,3	1,2	1,8	0,9	0,8
Productividad del trabajo por persona ocupada <sup>2)</sup>												
2012	101,3	-0,2	-1,6	0,2	-0,1	-0,9	1,8	1,4	-0,1	-1,1	0,4	-0,2
2013	101,6	0,3	3,7	0,6	1,2	-0,1	-0,6	-0,1	2,2	-0,1	0,2	-0,6
2013 III	101,9	0,4	4,2	0,5	1,3	0,4	-1,6	-0,5	1,8	0,5	0,1	-0,2
IV	102,0	0,8	4,5	2,3	2,1	0,9	-0,7	-0,8	1,6	0,4	0,0	-0,3
2014 I	102,3	1,0	3,8	1,5	3,6	1,7	-1,9	0,5	0,2	0,0	0,2	0,6
II	102,1	0,4	3,4	0,2	1,5	0,8	-2,3	1,6	0,2	-0,4	0,2	-0,3
Remuneración por hora trabajada												
2012	104,7	2,7	3,6	3,7	4,8	2,8	2,3	1,2	2,2	3,0	1,1	3,4
2013	107,0	2,2	1,6	2,5	2,7	2,1	0,7	2,7	1,0	1,8	2,1	2,2
2013 III	107,3	2,0	1,5	2,2	2,2	2,1	1,1	2,4	1,4	1,7	2,0	2,2
IV	107,5	2,0	-0,2	1,6	2,2	1,6	0,5	2,5	1,2	1,3	2,9	2,2
2014 I	108,0	1,2	0,8	0,9	1,9	1,4	2,2	0,9	1,7	1,5	0,9	0,8
II	108,2	1,4	3,3	1,7	2,1	1,1	2,1	2,3	2,8	1,4	1,0	1,0
Productividad del trabajo por hora trabajada <sup>3)</sup>												
2012	102,3	0,8	-0,3	1,6	1,8	0,2	2,1	1,7	1,1	-0,4	0,7	0,9
2013	103,0	0,7	2,8	0,5	2,0	0,5	-0,8	0,2	3,2	0,6	0,5	0,0
2013 III	103,1	0,6	3,1	-0,4	1,3	0,9	-1,3	-0,7	3,2	1,0	0,6	0,2
IV	103,3	0,8	2,9	1,6	2,5	1,0	-1,3	-1,5	2,8	0,5	0,1	0,1
2014 I	103,6	0,4	3,4	0,1	2,4	1,1	-2,0	-0,2	0,9	0,1	0,0	0,0
II	103,5	0,5	3,4	0,3	1,8	0,6	-2,2	1,7	1,7	-0,4	0,4	0,2

### 5. Índices de costes laborales<sup>3)</sup>

	Total (índice: 2008 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad			Pro memoria: Indicador de salarios negociados <sup>4)</sup>
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Ind. extractivas, ind. manufacturera y energía	Construcción	Servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8
% del total en 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
2012	108,9	2,0	2,0	2,0	2,4	2,5	2,4	2,2
2013	110,4	1,4	1,5	0,9	2,2	0,9	0,8	1,8
2013 IV	117,1	1,3	1,6	0,3	2,0	0,4	0,5	1,7
2014 I	103,6	0,6	1,0	-0,6	0,9	0,8	0,7	1,9
II	115,6	1,2	1,2	1,0	2,5	0,7	0,9	1,9
III								1,7

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE basados en datos de Eurostat (cuadro 4 de la sección 5.1) y cálculos del BCE (columna 8 del cuadro 5 de la sección 5.1).

1) Remuneración por asalariado (a precios corrientes) dividida por la productividad del trabajo por persona ocupada.

2) PIB total y valor añadido por actividad económica (en términos reales) por factor trabajo (personas ocupadas y horas trabajadas).

3) Índices de costes laborales por hora para el total de la economía, excluidos agricultura, ganadería, silvicultura, y pesca. Debido a su diferente cobertura, puede que las estimaciones de los datos de los componentes no se correspondan con el total.

4) Datos experimentales (para más información, véase <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

## 5.2 Producto y demanda

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

### 1. PIB y componentes del gasto

	PIB								
	Total	Demanda interna					Saldo exterior <sup>1)</sup>		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<b>Precios corrientes (mm de euros)</b>									
2010	9.512,1	9.382,8	5.363,9	2.032,7	1.964,4	21,8	129,3	3.692,0	3.562,7
2011	9.768,2	9.629,4	5.498,5	2.046,4	2.026,9	57,7	138,9	4.074,3	3.935,4
2012	9.824,4	9.563,8	5.527,7	2.059,5	1.982,9	-6,4	260,6	4.252,4	3.991,8
2013	9.904,4	9.564,2	5.551,4	2.090,1	1.941,7	-18,9	340,2	4.325,7	3.985,5
2013 II	2.475,4	2.386,2	1.385,1	521,6	483,8	-4,4	89,2	1.083,1	993,9
III	2.483,2	2.401,5	1.392,5	524,4	487,4	-2,8	81,7	1.086,2	1.004,5
IV	2.493,9	2.401,7	1.392,8	523,4	491,3	-5,8	92,2	1.096,4	1.004,1
2014 I	2.508,6	2.418,0	1.399,5	528,2	492,2	-2,0	90,7	1.096,2	1.005,5
II	2.513,5	2.419,8	1.404,2	529,2	487,8	-1,3	93,6	1.109,1	1.015,5
<i>porcentaje del PIB</i>									
2013	100,0	96,6	56,0	21,1	19,6	-0,2	3,4	-	-
<b>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</b>									
<i>tasas de variación intertrimestral</i>									
2013 III	0,1	0,5	0,3	0,2	0,5	-	-	0,6	1,4
IV	0,3	-0,1	-0,1	-0,2	0,6	-	-	1,1	0,4
2014 I	0,3	0,4	0,2	0,7	0,3	-	-	0,3	0,6
II	0,1	0,0	0,3	0,2	-0,9	-	-	1,3	1,3
III	0,2	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>tasas de variación interanual</i>									
2010	2,0	1,5	0,8	0,8	-0,5	-	-	11,0	9,7
2011	1,6	0,7	0,2	-0,2	1,5	-	-	6,6	4,3
2012	-0,7	-2,2	-1,3	-0,2	-3,4	-	-	2,4	-1,0
2013	-0,5	-0,9	-0,7	0,2	-2,4	-	-	2,0	1,2
2013 III	-0,3	-0,2	-0,4	0,4	-1,6	-	-	1,7	2,1
IV	0,4	0,2	0,1	0,3	-0,3	-	-	3,5	3,2
2014 I	1,0	1,0	0,5	0,7	2,0	-	-	3,8	3,9
II	0,8	0,9	0,7	0,9	0,5	-	-	3,2	3,7
III	0,8	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>									
2013 III	0,1	0,5	0,1	0,0	0,1	0,2	-0,3	-	-
IV	0,3	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,3	-	-
2014 I	0,3	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1	-	-
II	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,2	0,0	0,1	-	-
III	0,2	.	.	.	.	.	.	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>									
2010	2,0	1,4	0,5	0,2	-0,1	0,9	0,6	-	-
2011	1,6	0,7	0,1	0,0	0,3	0,3	0,9	-	-
2012	-0,7	-2,2	-0,7	0,0	-0,7	-0,7	1,4	-	-
2013	-0,5	-0,9	-0,4	0,0	-0,5	-0,1	0,4	-	-
2013 III	-0,3	-0,2	-0,2	0,1	-0,3	0,3	-0,1	-	-
IV	0,4	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,2	-	-
2014 I	1,0	0,9	0,3	0,1	0,4	0,1	0,1	-	-
II	0,8	0,8	0,4	0,2	0,1	0,2	-0,1	-	-
III	0,8	.	.	.	.	.	.	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

- Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios e incluyen el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro. Los datos no se corresponden totalmente con la sección 3.1, el cuadro 1 de la sección 7.1, el cuadro 3 de la sección 7.2, o los cuadros 1 o 3 de la sección 7.5.
- Incluye las adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.



## 5.2 Producto y demanda

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

### 2. Valor añadido por ramas de actividad

	Valor añadido bruto (precios básicos)											Impuestos menos subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, sanidad y educación	Actividades artísticas, recreativas y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Precios corrientes (mm de euros)</b>												
2010	8.560,8	140,8	1.649,6	487,9	1.617,9	395,5	442,7	969,5	884,6	1.667,6	304,7	951,3
2011	8.781,5	146,7	1.712,6	484,9	1.663,9	406,9	434,6	1.007,6	918,3	1.695,0	310,9	986,7
2012	8.833,5	150,8	1.719,2	472,2	1.671,8	409,8	439,1	1.013,1	926,8	1.714,0	316,8	990,8
2013	8.899,1	154,5	1.728,6	462,9	1.678,7	401,0	438,4	1.030,1	939,9	1.744,1	320,7	1.005,3
2013 II	2.222,1	39,4	432,8	115,4	418,7	100,6	110,0	256,5	234,3	434,4	80,1	253,3
III	2.230,9	38,1	432,6	115,9	421,7	99,9	109,8	258,3	236,4	437,4	80,7	252,4
IV	2.242,1	38,5	437,3	116,9	422,4	100,2	109,7	260,1	237,2	439,0	80,7	251,9
2014 I	2.254,7	38,8	436,0	117,2	424,1	100,2	112,9	261,8	238,8	443,3	81,5	254,0
II	2.254,8	38,5	436,8	115,4	423,3	99,7	113,2	263,0	240,2	443,2	81,5	258,6
<i>porcentaje del valor añadido</i>												
2013	100,0	1,7	19,4	5,2	18,9	4,5	4,9	11,6	10,6	19,6	3,6	-
<b>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</b>												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2013 II	0,2	0,6	0,7	-0,2	0,4	0,1	-0,9	0,2	0,5	-0,1	0,0	1,3
III	0,2	1,0	0,1	0,3	0,3	-0,6	-0,4	0,3	0,3	0,2	0,1	-0,3
IV	0,3	1,3	0,5	0,4	0,2	0,2	-0,1	0,3	0,0	0,3	-0,3	0,1
2014 I	0,3	1,4	-0,3	0,3	0,7	-0,9	1,3	0,2	0,4	0,3	0,7	0,3
II	0,0	-1,1	0,2	-1,6	0,0	-0,1	-0,3	0,3	0,2	0,0	-0,3	1,1
<i>tasas de variación interanual</i>												
2010	2,1	-3,4	8,1	-3,9	1,1	1,6	1,0	0,7	2,1	1,1	0,1	1,7
2011	1,7	0,8	3,0	-2,8	2,2	5,1	1,2	1,8	2,3	0,7	0,4	0,7
2012	-0,5	-3,1	-0,6	-4,7	-1,4	2,6	1,1	-0,2	-0,6	0,3	0,4	-2,5
2013	-0,4	2,3	-0,7	-3,4	-0,8	-0,4	-1,3	0,9	0,1	0,0	-0,7	-1,0
2013 II	-0,6	2,1	-0,9	-4,2	-1,0	-0,2	-1,8	0,9	0,4	-0,1	-0,4	-0,7
III	-0,3	3,5	-1,0	-2,8	-0,4	-1,1	-1,5	1,0	0,5	0,1	-0,6	-0,4
IV	0,4	4,5	1,3	-1,1	0,6	-0,4	-1,6	0,8	0,9	0,0	-1,0	0,0
2014 I	1,0	4,4	1,0	0,9	1,6	-1,1	-0,1	1,0	1,2	0,8	0,5	1,4
II	0,7	2,6	0,5	-0,6	1,3	-1,3	0,5	1,1	1,0	0,8	0,1	1,2
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2013 II	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
III	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
IV	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2014 I	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-
II	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2010	2,1	-0,1	1,5	-0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,0	-
2011	1,7	0,0	0,6	-0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,0	-
2012	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3	-0,3	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	-
2013	-0,4	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-
2013 II	-0,6	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-
III	-0,3	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-
IV	0,4	0,1	0,2	-0,1	0,1	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-
2014 I	1,0	0,1	0,2	0,0	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
II	0,7	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

## 5.2 Producto y demanda

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

### 3. Producción industrial

	Total	Industria, excluida construcción									Construcción		
		Total (d.; índice: 2010 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía						Energía			
				Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo					
								Total	Duradero			No duradero	
% del total en 2010	100,0	79,4	79,4	68,3	67,7	26,7	23,2	17,8	2,3	15,5	11,7	20,6	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2011	2,0	103,5	3,5	4,7	4,8	4,2	8,4	0,9	0,6	0,9	-4,3	-3,5	
2012	-3,0	101,0	-2,5	-2,7	-2,8	-4,5	-1,1	-2,5	-4,9	-2,2	-0,4	-5,0	
2013	-1,1	100,3	-0,7	-0,7	-0,7	-1,0	-0,5	-0,5	-3,7	-0,1	-0,8	-2,8	
2013 IV	1,0	100,9	1,5	1,9	2,1	2,5	2,8	0,3	-2,5	0,8	-1,4	-1,3	
2014 I	2,2	101,1	1,3	3,1	3,2	3,1	4,0	2,4	-0,6	2,8	-9,1	6,6	
II	1,5	101,1	1,0	1,7	1,8	1,4	1,0	3,5	-1,0	4,2	-5,1	3,6	
III	0,2	100,7	0,6	1,3	1,3	0,5	1,5	1,8	-2,4	2,4	-3,3	-1,4	
2014 May	0,9	100,9	0,7	1,3	1,4	0,4	1,4	2,6	-1,4	3,2	-3,3	4,4	
Jun	0,1	100,5	0,3	0,7	0,7	0,3	0,3	1,9	-1,7	2,4	-3,8	-0,8	
Jul	0,9	101,4	1,6	2,5	2,5	1,4	4,0	2,0	-1,7	2,6	-5,0	-0,7	
Ago	-0,5	100,0	-0,5	-0,1	-0,2	0,1	-2,2	2,4	-1,8	2,8	-2,3	1,5	
Sep	-0,2	100,6	0,6	1,2	1,2	0,0	2,0	1,1	-3,3	2,0	-2,5	-1,7	
				<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>									
2014 May	-1,2	-	-1,1	-1,6	-1,8	-2,0	-0,9	-1,8	-2,2	-1,7	3,1	-1,5	
Jun	0,0	-	-0,3	-0,3	-0,1	0,3	0,1	-1,7	2,0	-2,2	-1,2	-0,3	
Jul	0,6	-	0,9	1,3	1,2	0,9	2,6	0,4	-1,1	0,7	-1,3	0,2	
Ago	-1,0	-	-1,4	-1,9	-1,8	-1,0	-4,5	0,3	-0,5	0,1	2,4	0,7	
Sep	-0,1	-	0,6	0,6	0,4	-0,6	2,9	-1,5	-2,6	-0,9	0,3	-1,8	

### 4. Nuevos pedidos y cifra de negocios en la industria, ventas al por menor y matriculaciones de automóviles

	Indicador de nuevos pedidos <sup>1)</sup>		Cifra de negocios		Ventas al por menor (incluido combustible para vehículos de motor)								Matriculaciones de automóviles	
	Industria manufacturera		Industria manufacturera (precios corrientes)		Precios corrientes	Precios constantes						Total (d.; miles) <sup>2)</sup>	Total	
	Total (d.; índice: 2010 = 100)	Total	Total (d.; índice: 2010 = 100)	Total	Total	Total (d.; índice: 2010 = 100)	Total	Alimenta- ción, bebidas y tabaco	No alimentación		Com- busti- ble			
									Calzado, vestido y confección	Artículos para el hogar				
% del total en 2010	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,2	12,0	9,1			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	108,6	8,6	109,2	9,2	1,7	99,3	-0,7	-1,1	-0,2	-1,4	-0,3	-3,3	840	-0,9
2012	104,4	-3,8	108,9	-0,4	0,5	97,6	-1,7	-1,3	-1,6	-2,5	-2,8	-5,0	745	-11,1
2013	104,3	-0,1	107,4	-1,4	-0,4	96,8	-0,8	-1,0	-0,6	-1,4	-2,6	-0,9	713	-4,4
2013 IV	106,1	2,8	108,0	0,3	0,2	96,9	0,3	-0,2	0,9	0,4	-0,8	0,3	743	5,3
2014 I	107,0	4,3	108,8	1,7	0,6	97,5	1,0	-0,4	2,3	3,5	0,6	0,8	725	5,0
II	107,2	3,9	108,3	1,4	0,8	97,9	1,4	1,2	2,0	1,9	0,2	-0,5	738	3,9
III	107,6	2,2	108,1	0,8	0,2	98,0	1,0	-0,2	2,1	0,4	0,5	-0,5	741	4,1
2014 Jun	106,2	1,7	108,4	1,2	1,4	98,2	2,0	1,6	2,7	2,4	0,1	-0,2	738	3,3
Jul	108,5	4,5	108,6	1,5	-0,2	97,8	0,6	-1,0	2,2	1,1	0,5	-1,9	744	5,7
Ago	106,4	1,1	108,0	-0,2	1,1	98,7	1,8	-0,3	3,9	5,5	1,7	-0,1	744	4,1
Sep	107,7	1,1	107,8	0,9	-0,3	97,5	0,5	1,0	0,3	-5,4	-0,7	0,7	735	2,5
Oct	.	.	.	.	0,6	97,9	1,4	0,4	2,1	.	.	2,9	756	4,4
					<i>tasa de variación intermensual (d.)</i>									
2014 Jun	-	-1,0	-	0,6	0,4	-	0,4	0,5	0,3	-0,1	-0,4	0,2	-	1,1
Jul	-	2,2	-	0,2	-0,4	-	-0,4	-0,9	0,1	-1,3	0,5	-0,4	-	0,7
Ago	-	-2,0	-	-0,6	0,8	-	0,9	0,2	1,4	4,9	1,0	0,9	-	0,0
Sep	-	1,2	-	-0,2	-1,3	-	-1,2	0,2	-2,5	-8,7	-1,5	-0,1	-	-1,2
Oct	-	.	-	.	0,4	-	0,4	0,0	0,7	.	.	0,7	-	2,9

Fuente: Eurostat, excepto columnas 1 y 2 del cuadro 4 (que muestra las estadísticas experimentales del BCE basadas en datos nacionales) y las columnas 13 y 14 del cuadro 4 (que muestra cálculos del BCE basados en datos de la Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles).

- Para más información, véase G. J. de Bondt, H. C. Dieden, S. Muzikarova e I. Vincze, «Introducing the ECB indicator on euro area industrial new orders», Occasional Paper Series, n.º 149, BCE, Fráncfort del Meno, junio de 2013.
- Las cifras anuales y trimestrales son medias de los totales mensuales del período de que se trate.

## 5.2 Producto y demanda

(saldos netos <sup>1)</sup>, salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

### 5. Encuestas de opinión de la Comisión Europea

	Indicador de clima económico <sup>3)</sup> (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera				Utilización de la capacidad productiva (%) <sup>3)</sup>	Indicador de confianza de los consumidores				
		Indicador de confianza industrial					Total <sup>4)</sup>	Situación financiera en los próximos 12 meses	Situación económica en los próximos 12 meses	Paro en los próximos 12 meses	Ahorro en los próximos 12 meses
		Total <sup>4)</sup>	Cartera de pedidos	Existencias de productos terminados	Expectativas de producción						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2010	101,4	-4,5	-24,2	1,0	11,6	77,0	-14,1	-5,2	-12,3	31,1	-8,0
2011	102,2	0,2	-6,4	2,3	9,4	80,6	-14,3	-7,3	-18,0	23,0	-9,0
2012	90,8	-11,7	-24,4	6,8	-3,9	78,6	-22,1	-11,1	-27,4	38,1	-11,7
2013	93,8	-9,3	-26,0	4,7	2,8	78,3	-18,6	-8,9	-20,0	34,4	-11,2
2013 III	95,3	-8,3	-24,9	4,6	4,4	78,4	-15,9	-7,9	-16,7	29,6	-9,2
IV	99,1	-4,1	-18,6	2,8	9,1	79,3	-14,4	-6,3	-11,6	29,8	-9,8
2014 I	101,6	-3,5	-16,5	2,8	8,8	79,8	-11,2	-4,6	-6,9	23,7	-9,6
II	102,2	-3,6	-15,3	3,6	8,0	79,7	-7,7	-3,5	-2,9	16,5	-8,0
III	100,9	-4,9	-15,8	4,7	5,9	80,0	-9,9	-3,7	-7,0	21,5	-7,4
2014 Jun	102,1	-4,3	-15,9	4,0	6,9	-	-7,5	-2,9	-2,8	16,1	-8,0
Jul	102,2	-3,8	-15,5	4,1	8,2	79,9	-8,3	-3,0	-4,0	19,1	-7,1
Ago	100,6	-5,3	-15,6	4,5	4,3	-	-10,0	-4,0	-7,3	21,4	-7,4
Sep	99,9	-5,5	-16,3	5,4	5,2	-	-11,4	-4,0	-9,8	23,9	-7,8
Oct	100,7	-5,1	-15,5	5,6	5,9	80,0	-11,1	-3,8	-9,4	23,3	-7,8
Nov	100,8	-4,3	-13,8	5,1	6,1	-	-11,6	-4,0	-9,9	24,4	-8,4

	Indicador de confianza de la construcción			Indicador de confianza del comercio al por menor				Sector servicios				Utilización de la capacidad productiva (%) <sup>3)</sup>
	Total <sup>4)</sup>	Cartera de pedidos	Expectativas de empleo	Total <sup>4)</sup>	Evolución actual de los negocios	Nivel de existencias	Evolución futura de los negocios	Indicador de confianza de los servicios				
								Total <sup>4)</sup>	Clima empresarial	Demanda en los últimos meses	Demanda en los próximos meses	
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
2010	-28,5	-39,3	-17,6	-3,9	-6,1	7,4	1,8	3,9	1,4	3,0	7,3	.
2011	-25,2	-33,1	-17,2	-5,4	-5,3	11,6	0,6	5,3	2,2	5,4	8,3	.
2012	-27,6	-34,3	-21,0	-15,1	-18,5	14,4	-12,5	-6,8	-11,8	-7,6	-1,0	86,6
2013	-30,0	-38,2	-21,7	-12,5	-18,8	9,3	-9,2	-6,1	-9,9	-8,6	0,2	86,9
2013 III	-31,0	-39,7	-22,3	-10,3	-16,2	8,6	-6,1	-5,3	-8,2	-8,6	0,8	87,1
IV	-28,6	-37,7	-19,5	-6,8	-10,5	6,6	-3,3	-1,3	-4,2	-3,4	3,6	87,1
2014 I	-29,0	-39,6	-18,5	-3,1	-5,7	5,6	2,1	3,4	1,0	1,9	7,2	87,2
II	-30,7	-40,2	-21,2	-2,3	-3,5	6,7	3,3	3,9	2,7	1,9	7,1	87,3
III	-28,1	-38,9	-17,3	-4,7	-5,7	7,9	-0,6	3,3	1,3	2,3	6,3	87,6
2014 Jun	-31,7	-40,1	-23,3	-1,9	-1,7	6,0	2,1	4,4	2,6	1,9	8,6	-
Jul	-28,2	-39,0	-17,3	-2,3	-1,6	6,8	1,5	3,6	1,7	3,1	6,1	87,3
Ago	-28,4	-39,8	-17,1	-4,6	-6,3	7,3	-0,2	3,1	1,1	2,3	5,9	-
Sep	-27,7	-38,0	-17,4	-7,3	-9,1	9,6	-3,2	3,2	1,0	1,5	7,0	-
Oct	-24,6	-35,2	-14,1	-6,4	-8,7	9,0	-1,4	4,4	1,5	3,2	8,6	87,8
Nov	-26,3	-38,3	-14,3	-5,9	-6,0	11,2	-0,3	4,4	2,3	2,2	8,9	-

Fuente: Comisión Europea (D.G. de Asuntos Económicos y Financieros).

- 1) Diferencia entre el porcentaje de entrevistados que responden afirmativamente y aquellos que contestan negativamente.
- 2) El indicador de clima económico está compuesto por los indicadores de confianza industrial, de los servicios, de los consumidores, de la construcción y del comercio al por menor; el indicador de confianza industrial tiene una ponderación del 40%; el de confianza de los servicios, del 30%; el de confianza de los consumidores, del 20%, y cada uno de los dos indicadores restantes tiene una ponderación del 5%. Los valores del indicador de clima económico por encima (por debajo) de 100 indican un clima económico por encima (por debajo) de la media (por debajo de la media) calculado para el período a partir de 1990.
- 3) Los datos se recogen en enero, abril, julio y octubre de cada año. Los datos trimestrales incluidos son medias de dos encuestas consecutivas. Los datos anuales se obtienen a partir de medias trimestrales.
- 4) Los indicadores de confianza se calculan como medias simples de los componentes incluidos; para el cálculo de los indicadores de confianza se utilizan los componentes de existencias (columnas 4 y 17) y de paro (columna 10), con el signo invertido.

### 5.3 Mercado de trabajo <sup>1)</sup>

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin ajustar)

#### 1. Empleo

	Por situación profesional			Por rama de actividad									
	Total	Asalariados	Autónomos	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, sanidad y educación	Actividades artísticas, recreativas y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Personas ocupadas</b>													
<i>nivel (miles)</i>													
2013	147.314	125.236	22.078	4.936	22.485	9.079	36.626	4.016	4.012	1.465	18.937	35.339	10.419
<i>porcentaje del total de personas ocupadas</i>													
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,3	6,2	24,9	2,7	2,7	1,0	12,9	24,0	7,1
<i>tasas de variación interanual</i>													
2011	0,1	0,2	-0,1	-2,1	0,0	-3,6	0,5	1,2	-0,6	0,6	2,5	0,0	0,0
2012	-0,5	-0,5	-0,4	-1,6	-0,8	-4,6	-0,5	0,8	-0,4	-0,1	0,5	-0,1	0,6
2013	-0,8	-0,7	-1,1	-1,4	-1,3	-4,5	-0,7	0,2	-1,1	-1,3	0,2	-0,2	-0,2
2013 III	-0,8	-0,7	-1,0	-0,7	-1,5	-4,0	-0,8	0,5	-1,0	-0,8	0,0	-0,1	-0,3
IV	-0,4	-0,3	-0,8	0,0	-1,0	-3,1	-0,3	0,3	-0,8	-0,8	0,5	0,0	-0,7
2014 I	0,0	0,2	-0,6	0,6	-0,5	-2,6	-0,1	0,8	-0,6	0,8	1,2	0,5	-0,1
II	0,4	0,6	-1,2	-0,8	0,4	-2,0	0,4	1,0	-1,0	1,0	1,4	0,6	0,5
<i>tasas de variación intertrimestral</i>													
2013 III	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,3	0,2	0,2
IV	0,1	0,1	0,0	-0,5	0,0	-0,6	0,2	0,7	-0,1	-0,5	0,2	0,3	-0,1
2014 I	0,0	0,1	-0,6	-0,5	0,2	-1,0	-0,1	0,2	-0,1	1,3	0,3	0,2	0,2
II	0,2	0,4	-0,4	0,4	0,4	-0,1	0,5	0,3	-0,8	0,1	0,6	-0,1	0,2
<b>Horas trabajadas</b>													
<i>nivel (millones)</i>													
2013	230.906	184.562	46.344	10.119	36.262	15.930	59.555	6.563	6.427	2.238	29.008	50.158	14.646
<i>porcentaje del total de horas trabajadas</i>													
2013	100,0	79,9	20,1	4,4	15,7	6,9	25,8	2,8	2,8	1,0	12,6	21,7	6,3
<i>tasas de variación interanual</i>													
2011	0,2	0,3	-0,3	-2,2	0,6	-3,8	0,1	1,0	-0,2	0,4	2,7	0,4	0,2
2012	-1,5	-1,5	-1,6	-2,9	-2,1	-6,3	-1,6	0,4	-0,6	-1,2	-0,2	-0,4	-0,4
2013	-1,2	-1,2	-1,2	-0,5	-1,3	-5,3	-1,3	0,3	-1,4	-2,2	-0,5	-0,5	-0,7
2013 III	-1,0	-0,9	-1,1	0,4	-0,6	-4,0	-1,3	0,2	-0,8	-2,2	-0,4	-0,5	-0,8
IV	-0,4	-0,3	-0,5	1,5	-0,4	-3,5	-0,4	0,9	-0,1	-1,9	0,4	-0,1	-1,1
2014 I	0,6	0,7	0,0	1,0	0,9	-1,5	0,5	0,9	0,1	0,0	1,2	0,8	0,5
II	0,3	0,6	-1,1	-0,8	0,2	-2,4	0,6	0,9	-1,1	-0,6	1,4	0,4	-0,1
<i>tasas de variación intertrimestral</i>													
2013 III	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	-0,5	0,0	-0,5	-0,3	-0,7	0,4	0,0	0,3
IV	0,1	0,2	-0,4	0,6	-0,1	-1,0	0,0	0,8	0,1	-0,8	0,1	0,6	-0,6
2014 I	0,0	0,1	-0,3	-1,0	0,0	-0,6	0,1	0,0	-0,1	1,3	0,4	-0,1	0,5
II	0,2	0,3	-0,5	-0,6	0,2	-0,2	0,5	0,6	-0,8	-0,3	0,5	0,0	-0,3
<b>Horas trabajadas por persona ocupada</b>													
<i>nivel (miles)</i>													
2013	1.567	1.474	2.099	2.050	1.613	1.755	1.626	1.634	1.602	1.528	1.532	1.419	1.406
<i>tasas de variación interanual</i>													
2011	0,0	0,1	-0,2	-0,1	0,6	-0,3	-0,4	-0,1	0,4	-0,2	0,2	0,4	0,2
2012	-1,0	-1,0	-1,2	-1,3	-1,3	-1,8	-1,1	-0,3	-0,3	-1,1	-0,7	-0,3	-1,0
2013	-0,4	-0,5	-0,1	0,9	0,1	-0,9	-0,6	0,2	-0,3	-1,0	-0,7	-0,4	-0,6
2013 III	-0,2	-0,2	-0,1	1,1	0,9	0,0	-0,5	-0,3	0,1	-1,4	-0,4	-0,5	-0,5
IV	0,1	0,0	0,3	1,5	0,6	-0,4	-0,1	0,6	0,7	-1,1	0,0	-0,1	-0,4
2014 I	0,5	0,6	0,7	0,4	1,4	1,1	0,6	0,1	0,7	-0,7	0,0	0,3	0,6
II	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,1	-1,5	0,0	-0,1	-0,5
<i>tasas de variación intertrimestral</i>													
2013 III	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3	-0,2	0,1	-0,3	-0,2	-0,8	0,1	-0,2	0,1
IV	0,0	0,1	-0,4	1,2	-0,1	-0,4	-0,2	0,1	0,2	-0,4	-0,1	0,3	-0,5
2014 I	0,0	-0,1	0,3	-0,4	-0,1	0,4	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1	-0,3	0,3
II	-0,1	0,0	-0,1	-1,0	-0,2	-0,1	0,0	0,3	-0,1	-0,4	-0,1	0,1	-0,5

Fuente: Cálculos del BCE basados en datos de Eurostat.

1) Los datos de empleo se basan en el SEC 2010.

## 5.3 Mercado de trabajo

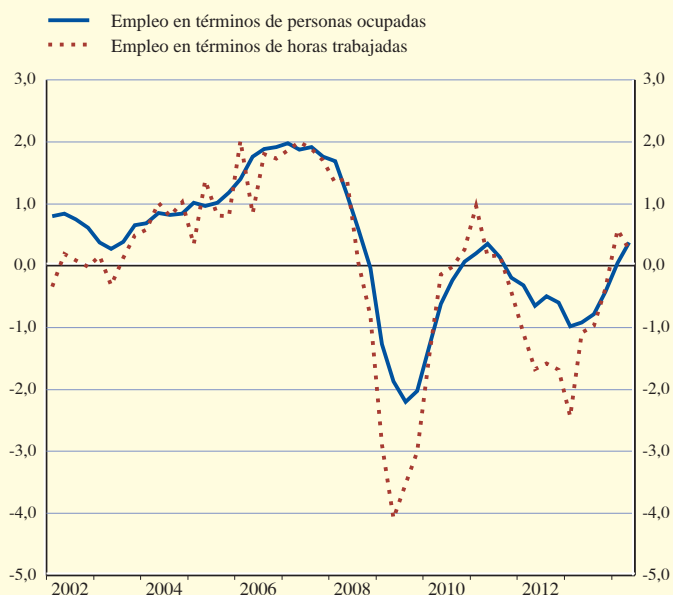
(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

### 2. Desempleo y vacantes <sup>1)</sup>

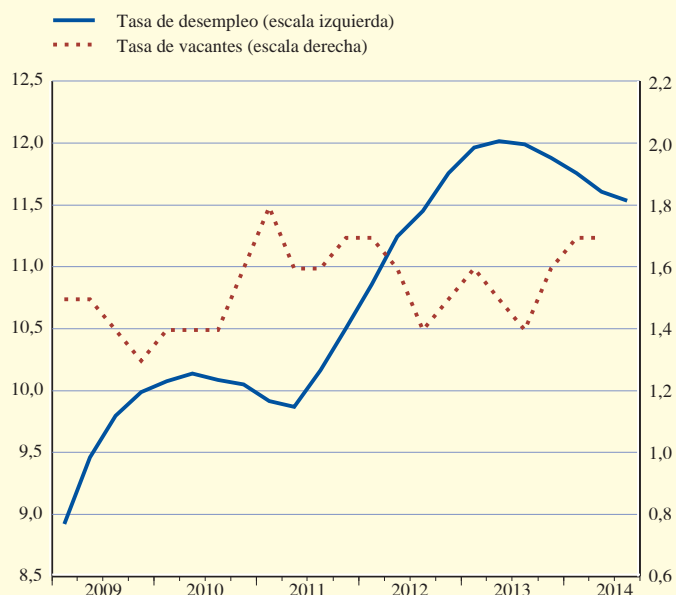
	Desempleo										Tasa de vacantes <sup>2)</sup>
	Total		Por grupos de edad <sup>3)</sup>				Por sexo <sup>4)</sup>				
	Millones	% población activa	Adultos		Jóvenes		Hombres		Mujeres		
			Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	Millones	% población activa	
% del total en 2010	100,0	79,3		20,7		54,1		45,9		% total puestos de trabajo	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2010	15,865	10,1	12,579	8,9	3,287	21,0	8,582	10,0	7,283	10,2	1,5
2011	15,957	10,1	12,737	8,9	3,220	21,0	8,518	9,9	7,439	10,4	1,7
2012	18,009	11,3	14,504	10,1	3,504	23,3	9,681	11,2	8,327	11,5	1,6
2013	19,023	12,0	15,479	10,7	3,544	24,1	10,215	11,9	8,809	12,1	1,5
2013 III	19,073	12,0	15,534	10,8	3,539	24,2	10,272	11,9	8,801	12,0	1,4
2013 IV	18,883	11,9	15,410	10,7	3,473	23,9	10,097	11,8	8,787	12,0	1,6
2014 I	18,682	11,8	15,248	10,6	3,434	23,9	10,042	11,7	8,640	11,8	1,7
2014 II	18,459	11,6	15,088	10,4	3,371	23,6	9,841	11,5	8,618	11,8	1,7
2014 III	18,359	11,5	15,012	10,4	3,347	23,5	9,763	11,4	8,596	11,7	,
2014 May	18,478	11,6	15,102	10,4	3,376	23,5	9,831	11,4	8,647	11,8	-
2014 Jun	18,397	11,6	15,039	10,4	3,358	23,5	9,754	11,4	8,643	11,8	-
2014 Jul	18,438	11,6	15,079	10,4	3,360	23,5	9,786	11,4	8,653	11,8	-
2014 Ago	18,305	11,5	14,966	10,3	3,339	23,4	9,730	11,3	8,575	11,7	-
2014 Sep	18,335	11,5	14,992	10,3	3,343	23,4	9,774	11,4	8,561	11,7	-
2014 Oct	18,395	11,5	15,038	10,4	3,356	23,5	9,831	11,4	8,563	11,7	-

### G30 Empleo – personas ocupadas y horas trabajadas <sup>2)</sup>

(tasas de variación interanual)



### G31 Desempleo y tasas de vacantes <sup>2)</sup>



Fuente: Eurostat.

- 1) Los datos de desempleo se refieren a personas y siguen las recomendaciones de la OIT.
- 2) Industria, construcción y servicios (excluidos los hogares como empleadores y los organismos extraterritoriales); datos sin desestacionalizar.
- 3) Adultos: 25 años o más; jóvenes: hasta los 25 años; las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada grupo de edad.
- 4) Las tasas se expresan en porcentaje de la población activa para cada sexo.

# FINANZAS PÚBLICAS

## 6.1 Recursos, empleos y déficit/superávit <sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro – Recursos

	Total	Recursos corrientes									Recursos de capital		Pro memoria: carga fiscal <sup>3)</sup>
		Impuest. directos	Hogares		Empresas	Impuest. indirectos	Cotizaciones sociales netas	Empleadores <sup>2)</sup>	Hogares <sup>2)</sup>	Ventas	Impuest. sobre el capital		
			3	4								5	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2009	44,4	44,0	11,4	9,0	2,3	12,5	15,2	8,0	6,1	3,0	0,3	0,4	39,5
2010	44,3	44,0	11,4	8,8	2,5	12,6	15,1	7,9	6,0	3,1	0,2	0,3	39,4
2011	44,8	44,5	11,7	8,9	2,6	12,8	15,1	7,9	6,0	3,1	0,2	0,3	39,9
2012	45,7	45,5	12,2	9,4	2,7	13,0	15,3	8,0	6,1	3,2	0,2	0,3	40,8
2013	46,4	46,1	12,5	9,6	2,8	13,1	15,5	8,0	6,2	3,2	0,3	0,3	41,4
2014 I	46,6	46,1	12,5	.	.	13,0	15,4	.	.	3,2	0,5	.	41,2
II	46,6	46,1	12,5	.	.	13,0	15,5	.	.	3,2	0,5	.	41,3

### 2. Zona del euro – Empleos

	Total	Empleos corrientes						Empleos de capital			Pro memoria: empleos primarios
		Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Prestaciones sociales <sup>4)</sup>	Subvenciones	Inversión	Transf. de capital			
									2	3	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2009	50,3	45,2	10,9	5,4	2,8	23,4	1,9	5,0	3,6	1,4	47,5
2010	50,1	44,9	10,7	5,4	2,7	23,4	1,8	5,2	3,4	1,9	47,3
2011	48,6	44,3	10,4	5,3	3,0	23,1	1,8	4,3	3,1	1,2	45,7
2012	49,1	44,6	10,3	5,3	3,0	23,4	1,7	4,5	2,9	1,6	46,1
2013	48,9	44,9	10,4	5,3	2,8	23,8	1,7	4,1	2,8	1,3	46,2
2014 I	49,3	45,4	10,3	5,3	2,8	23,0	1,4	4,0	2,8	1,1	46,6
II	49,2	45,4	10,3	5,3	2,7	23,0	1,4	3,8	2,8	1,0	46,5

### 3. Zona del euro – Déficit/superávit y efecto del presupuesto de la UE

	Déficit (-)/superávit (+)						Pro memoria: déficit (-)/superávit (+) primario
	Total	Admones. Centrales	Admones. Regionales	Admones. Locales	Admones. Seguridad Social	Efecto del presupuesto de la UE	
2009	-5,9	-5,0	-0,5	-0,3	-0,3	0,3	-3,1
2010	-5,8	-5,0	-0,7	-0,4	-0,1	0,3	-3,1
2011	-3,8	-3,3	-0,7	-0,2	0,0	0,3	-0,9
2012	-3,3	-3,4	-0,3	0,0	0,0	0,3	-0,4
2013	-2,5	-2,5	-0,2	0,0	-0,1	0,4	0,3
2014 I	-2,8	.	.	.	.	.	0,0
II	-2,6	.	.	.	.	.	0,1

### 4. Zona del euro – Consumo público

	Consumo público							Consumo colectivo	Consumo individual
	Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Transferencias sociales en especie	Consumo de capital fijo	Ventas			
							1		
2009	21,6	10,9	5,4	5,6	2,5	3,0	8,3	13,4	
2010	21,4	10,7	5,4	5,6	2,5	3,1	8,1	13,3	
2011	21,0	10,4	5,3	5,5	2,5	3,1	7,9	13,0	
2012	21,0	10,3	5,3	5,6	2,6	3,2	8,0	13,0	
2013	21,1	10,4	5,3	5,7	2,6	3,2	8,0	13,1	

Fuentes: BCE, para las cifras anuales; Eurostat para las cifras trimestrales.

1) Incluye las transacciones del presupuesto de la UE consolidadas en cifras anuales.

2) Los datos se refieren a las cotizaciones sociales registradas.

3) La carga fiscal incluye impuestos y cotizaciones sociales.

4) Las transferencias sociales a las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares están incluidas en las cifras anuales.

## 6.2 Deuda <sup>1)</sup>

(porcentaje del PIB)

### 1. Zona del euro – Deuda por instrumento financiero y sector tenedor

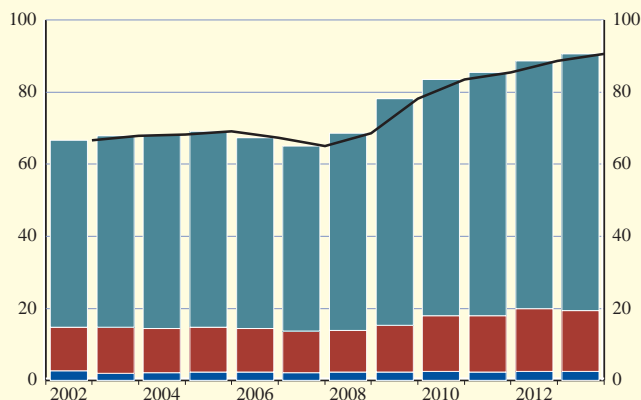
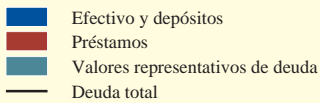
	Total	Instrumentos financieros				Sectores tenedores				Acreeedores no residentes <sup>3)</sup>
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda a corto plazo	Valores representativos de deuda a largo plazo	Acreeedores residentes <sup>2)</sup>			Acreeedores no residentes <sup>3)</sup>	
						Total	IFM	Otras instituciones financieras		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008	68,6	2,2	11,7	6,3	48,4	32,8	18,2	7,7	7,0	35,8
2009	78,2	2,4	12,8	8,0	55,0	36,5	21,1	9,0	6,5	41,7
2010	83,6	2,4	15,5	7,1	58,5	40,5	23,9	10,3	6,4	43,1
2011	85,5	2,4	15,5	7,1	60,4	42,4	24,1	11,1	7,2	43,1
2012	88,7	2,5	17,4	6,6	62,2	45,1	26,0	12,2	6,9	43,6
2013	90,7	2,5	16,9	6,1	65,2	45,7	26,0	12,8	6,9	45,0

### 2. Zona del euro – Deuda por emisor, plazo y moneda

	Total	Emisor <sup>4)</sup>				Plazo a la emisión			Vida residual			Moneda	
		Admones. Centrales	Admones. Regionales	Admones. Locales	Admones. Seguridad Social	Hasta un año	Más de un año	Tipo de interés variable	Hasta un año	Entre uno y cinco años	Más de cinco años	Euro o monedas participantes	Otras monedas
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2008	68,6	55,4	6,7	5,2	1,3	9,7	58,9	5,7	17,2	23,0	28,5	67,4	1,1
2009	78,2	63,1	7,7	5,7	1,7	11,7	66,5	6,0	19,0	26,7	32,6	76,9	1,2
2010	83,6	67,5	8,3	5,8	1,9	12,7	70,9	6,1	20,7	28,6	34,3	82,2	1,3
2011	85,5	68,9	8,5	5,8	2,2	12,2	73,2	7,2	20,3	29,6	35,5	83,6	1,8
2012	88,7	71,7	8,9	5,9	2,2	11,5	77,3	8,6	19,5	31,4	37,8	86,5	2,2
2013	90,7	74,0	8,6	5,9	2,2	10,4	80,3	9,2	19,3	32,0	39,4	88,7	2,0

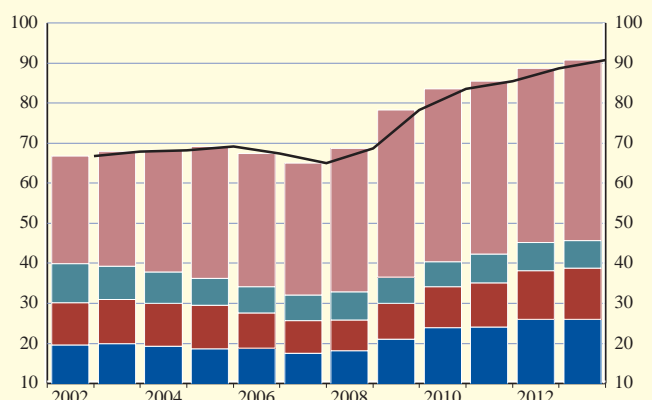
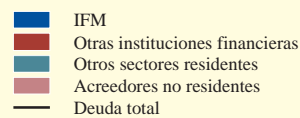
### G32 Deuda por instrumento financiero

(en porcentaje del PIB)



### G33 Deuda por sector tenedor

(en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

- 1) Deuda bruta consolidada de los distintos sectores de las AAPP a su valor nominal. Las tenencias en poder de Administraciones no residentes no están consolidadas. Los préstamos intergubernamentales en el contexto de la crisis financiera se han consolidado. Los datos son estimaciones parciales.
- 2) Tenedores que residen en el país cuya Administración ha emitido la deuda.
- 3) Incluye residentes en países de la zona del euro distintos del país cuya Administración ha emitido la deuda.
- 4) Excluye la deuda en poder de las AAPP del país cuya Administración ha emitido la deuda.



### 6.3 Ajuste entre déficit y deuda, principales activos financieros y deuda pública a valor de mercado <sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB)

#### 1. Zona del euro – Ajuste entre déficit y deuda

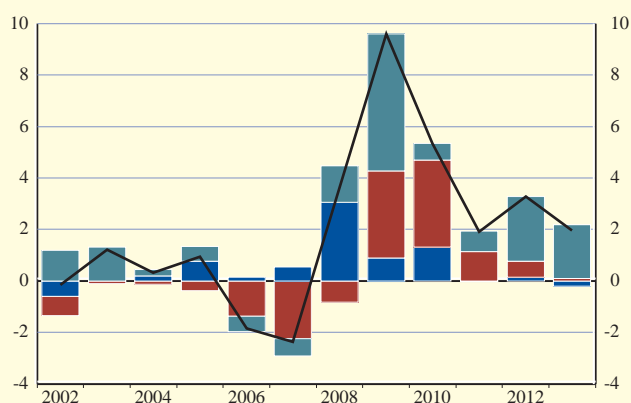
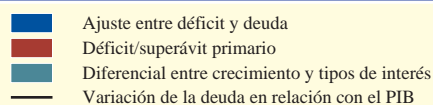
	Variación de la deuda	Déficit (-)/superávit (+)	Ajuste entre déficit y deuda											Pro memoria: necesidad de financiación	
			Operaciones con los principales instrumentos financieros mantenidos por las AAPP							Otros flujos					
			Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión	Privatizaciones	Inyecciones de capital	Efectos de revalorizaciones <sup>2)</sup>	Efectos tipo de cambio	Otras variaciones en volumen <sup>3)</sup>			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2008	5,2	-2,1	3,1	2,9	0,7	0,6	0,7	0,8	-0,1	0,7	0,2	0,2	0,0	0,0	5,0
2009	7,1	-6,2	0,9	1,0	0,3	0,0	0,3	0,4	-0,3	0,5	-0,2	-0,2	0,0	0,0	7,3
2010	7,4	-6,1	1,3	1,7	0,0	0,5	0,9	0,2	0,0	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	7,5
2011	4,1	-4,1	0,0	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	3,9
2012	3,8	-3,6	0,1	1,2	0,3	0,4	-0,1	0,5	-0,2	0,3	-1,3	-1,3	0,0	0,0	5,1
2013	2,7	-2,9	-0,2	-0,5	-0,4	-0,4	-0,1	0,4	-0,2	0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,0	2,8

#### 2. Zona del euro – Saldos vivos de los principales activos financieros y pasivos de las AAPP

	Principales activos financieros					Pasivos de las AAPP			
	Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión	Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2008	24,1	5,6	3,8	2,3	12,4	71,7	3,0	11,8	57,0
2009	26,8	6,3	3,9	2,6	14,0	81,9	3,2	12,9	65,9
2010	29,2	6,1	4,5	3,5	15,0	86,0	3,2	15,8	67,0
2011	28,6	6,2	4,9	3,2	14,4	87,1	3,5	16,1	67,5
2012	31,8	6,6	6,2	3,2	15,8	97,8	3,7	19,3	74,8
2013	31,6	6,1	6,4	3,0	16,0	99,3	3,3	19,5	76,5

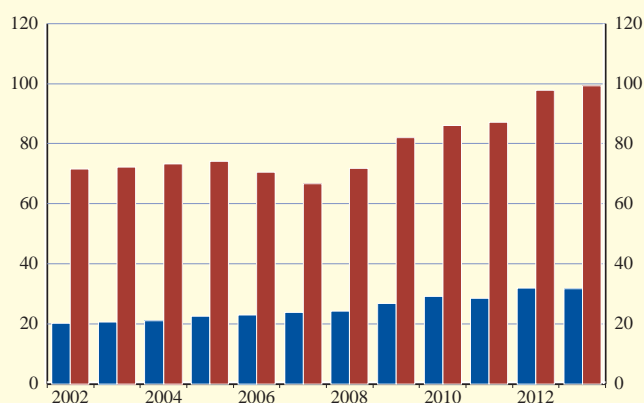
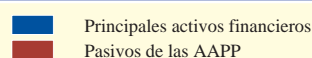
#### G34 Variación de la deuda

(tasa interanual de la deuda en relación con el PIB y factores subyacentes)



#### G35 Saldos vivos de los activos y pasivos de las AAPP

(en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE basados en Eurostat y en datos nacionales para los activos y pasivos de las AAPP.

- Los datos son estimaciones parciales. Los préstamos intergubernamentales en el contexto de la crisis se han consolidado.
- Incluye, además del impacto de los movimientos del tipo de cambio, los efectos derivados de la valoración por el nominal (por ej., primas o descuentos en la emisión de valores).
- Incluye, en particular, el impacto de la reclasificación de unidades y determinados tipos de asunción de deuda.
- Saldos vivos de los principales activos financieros y pasivos de las AAPP a valor de mercado y consolidados entre los distintos sectores de las AAPP.

## 6.4 Deuda pública <sup>1)</sup>

(principal e intereses durante el período de servicio de la deuda; saldos vivos a fin de período; operaciones como media de 12 meses)

### 1. Zona del euro – Servicio de la deuda a pagar en dos años

	Servicio de la deuda											Vida residual media <sup>3)</sup>	
	Total	Hasta 1 año						Entre 1 y 2 años					
		Total	Principal <sup>2)</sup>			Intereses			Total	Principal			Intereses
			Total	Hasta 3 meses	Más de 3 meses	Total	Hasta 3 meses	Más de 3 meses					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
mm de euros													
2011	2.632,2	1.691,0	1.479,4	589,3	890,2	211,6	54,4	157,2	941,1	753,9	187,2	6,4	
2012	2.598,4	1.597,9	1.391,6	478,8	912,9	206,3	52,9	153,4	1.000,4	815,2	185,3	6,3	
2013 IV	2.674,3	1.639,3	1.430,9	497,0	933,9	208,4	53,4	155,0	1.035,1	849,8	185,2	6,3	
2014 I	2.666,8	1.693,2	1.481,8	489,8	992,0	211,4	54,4	157,0	973,6	784,7	189,0	6,4	
II	2.652,5	1.669,9	1.459,9	542,7	917,2	210,0	53,8	156,2	982,6	793,4	189,2	6,4	
2014 May	2.707,0	1.667,7	1.456,1	506,4	949,7	211,6	54,3	157,3	1.039,3	849,1	190,2	6,4	
Jun	2.652,5	1.669,9	1.459,9	542,7	917,2	210,0	53,8	156,2	982,6	793,4	189,2	6,4	
Jul	2.672,7	1.685,9	1.474,6	511,9	962,7	211,3	54,2	157,1	986,8	796,1	190,7	6,4	
Ago	2.749,5	1.769,1	1.561,0	607,7	953,3	208,1	53,4	154,6	980,4	792,4	188,0	6,3	
Sep	2.751,4	1.742,6	1.534,3	578,4	955,9	208,3	53,5	154,8	1.008,7	820,1	188,7	6,3	
Oct	2.724,4	1.701,2	1.494,3	564,3	930,0	206,9	53,1	153,8	1.023,1	835,7	187,5	6,3	
En porcentaje del PIB													
2011	27,1	17,4	15,1	6,0	9,1	2,2	0,6	1,7	9,7	7,7	2,0	-	
2012	26,6	16,3	14,2	4,9	9,3	2,2	0,6	1,6	10,2	8,3	1,9	-	
2013 IV	27,1	16,6	14,4	5,0	9,4	2,2	0,6	1,6	10,5	8,6	1,9	-	
2014 I	27,0	17,1	15,0	4,9	10,0	2,1	0,6	1,6	9,8	7,9	1,9	-	
II	26,8	16,9	14,7	5,5	9,3	2,1	0,5	1,6	9,9	8,0	1,9	-	
2014 May	27,4	16,9	14,7	5,1	9,6	2,2	0,6	1,6	10,5	8,6	1,9	-	
Jun	26,8	16,9	14,7	5,5	9,3	2,1	0,5	1,6	9,9	8,0	1,9	-	
Jul	27,0	17,0	14,9	5,2	9,7	2,1	0,6	1,6	10,0	8,0	1,9	-	
Ago	27,8	17,9	15,8	6,1	9,6	2,1	0,5	1,6	9,9	8,0	1,9	-	
Sep	27,8	17,6	15,5	5,8	9,7	2,1	0,5	1,6	10,2	8,3	1,9	-	
Oct	27,5	17,2	15,1	5,7	9,4	2,1	0,5	1,6	10,3	8,4	1,9	-	

### 2. Zona del euro – Rendimiento nominal medio

	Saldos vivos						Operaciones			
	Total	Cupón cero	Tipo de interés variable	Tipo de interés fijo			Emisión		Amortizaciones	
				Total	Hasta 1 año	Más de 5 años	Hasta 1 año	Más de 1 año		
									4	5
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
En porcentaje										
2011	4,0	3,0	2,5	4,2	3,7	4,6	.	.	3,2	3,2
2012	3,7	3,0	1,6	3,9	3,3	4,4	1,6	1,6	2,7	2,9
2013 IV	3,4	1,0	1,6	3,7	3,2	4,2	1,0	0,7	1,8	2,8
2014 I	3,2	0,8	1,6	3,7	3,2	4,1	1,1	0,6	1,7	2,8
II	3,2	0,8	1,5	3,6	3,1	4,0	1,1	0,7	1,7	2,9
2014 May	3,2	0,7	1,5	3,6	3,2	4,1	1,0	0,6	1,6	2,8
Jun	3,2	0,8	1,5	3,6	3,1	4,0	1,1	0,7	1,7	2,9
Jul	3,2	0,9	1,6	3,6	3,0	4,0	1,2	0,8	1,7	2,9
Ago	3,1	0,5	1,5	3,6	3,1	4,0	0,9	0,5	1,6	2,8
Sep	3,1	0,5	1,5	3,5	3,0	3,9	0,9	0,5	1,7	2,9
Oct	3,1	0,4	1,5	3,5	3,0	3,9	0,9	0,5	1,7	2,9

Fuente: BCE.

1) Los datos de deuda pública se registran al valor nominal y no se consolidan dentro del sector AAPP.

2) Los importes correspondientes al principal no incluyen la deuda a corto plazo emitida y amortizada en los 12 meses siguientes.

3) Vida residual media en años.

### 6.5 Evolución de las finanzas públicas en los países de la zona del euro <sup>1)</sup>

(en porcentaje del PIB; flujos acumulados de cuatro trimestres en porcentaje del PIB; en porcentaje para los rendimientos)

	Bélgica	Alemania	Estonia <sup>1)</sup>	Irlanda <sup>2)</sup>	Grecia	España	Francia	Italia	Chipre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Déficit (-) / superávit (+) de las AAPP									
2012	-4,1	0,1	-0,3	-8,0	-8,6	-10,3	-4,9	-3,0	-5,8
2013	-2,9	0,1	-0,5	-5,7	-12,2	-6,8	-4,1	-2,8	-4,9
2014 I	-2,9	0,4	-0,4	-5,5	-10,2	-6,5	-4,0	-2,9	-5,0
II	-3,1	0,5	-0,3	-5,4	-2,9	-6,3	-4,2	-3,0	-4,1
Deuda pública									
2012	104,0	79,0	9,7	121,7	156,9	84,4	89,2	122,2	79,5
2013	104,5	76,9	10,1	123,3	174,9	92,1	92,2	127,9	102,2
2014 I	108,6	75,6	10,5	121,9	174,3	95,0	94,1	130,7	102,5
II	108,6	75,4	10,5	116,7	176,8	96,4	95,2	133,8	109,5
Deuda pública: servicio de la deuda pública <sup>3)</sup>									
2012	20,7	14,6	-	7,1	15,4	17,5	17,6	22,5	17,8
2013	17,8	13,6	-	7,1	19,1	19,9	17,9	24,0	10,7
2014 I	20,8	13,9	-	5,6	17,8	20,6	18,7	25,0	10,4
II	18,9	13,6	-	4,7	12,8	20,4	18,6	25,2	11,0
2014 Ago	19,7	13,3	-	5,3	13,5	20,8	23,3	24,9	6,4
Sep	19,9	13,3	-	5,2	12,6	21,3	22,8	23,6	6,1
Oct	19,5	13,4	-	5,2	12,4	20,0	22,4	23,4	7,1
Deuda pública: rendimiento nominal medio									
2012	4,1	2,8	-	5,0	3,5	4,5	3,5	4,2	4,7
2013	3,8	2,4	-	4,5	3,6	4,2	3,2	3,8	3,7
2014 I	3,6	2,3	-	4,5	3,6	4,0	3,0	3,7	3,7
II	3,6	2,3	-	4,4	3,5	3,9	2,9	3,6	3,8
2014 Ago	3,6	2,2	-	4,4	3,3	3,9	2,9	3,5	4,2
Sep	3,6	2,2	-	4,4	3,4	3,9	2,9	3,5	4,2
Oct	3,5	2,2	-	4,4	3,3	3,8	2,9	3,4	4,1

	Letonia	Luxemburgo	Malta	Países Bajos	Austria	Portugal	Eslovenia	Eslovaquia	Finlandia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18
Déficit (-) / superávit (+) de las AAPP									
2012	-0,8	0,1	-3,7	-4,0	-2,3	-5,5	-3,7	-4,2	-2,1
2013	-0,9	0,6	-2,7	-2,3	-1,5	-4,9	-14,6	-2,6	-2,4
2014 I	0,0	0,2	-3,0	-3,1	-1,5	-4,1	-13,5	-2,6	-2,5
II	0,1	0,3	-3,2	-3,0	-1,5	-4,8	-13,1	-2,7	-2,5
Deuda pública									
2012	40,9	21,4	67,9	66,5	81,7	124,8	53,4	52,1	53,0
2013	38,2	23,6	69,8	68,6	81,2	128,0	70,4	54,6	56,0
2014 I	38,7	23,2	72,3	68,1	81,3	131,6	77,1	57,5	57,5
II	41,1	23,1	75,0	69,6	82,6	129,4	78,3	55,6	58,9
Deuda pública: servicio de la deuda pública <sup>3)</sup>									
2012	3,0	4,9	10,6	12,0	8,6	15,9	7,0	8,5	7,2
2013	3,8	0,3	11,6	10,9	10,9	20,8	12,7	8,9	6,7
2014 I	3,9	0,3	12,8	10,0	10,2	20,7	16,9	11,9	5,8
II	2,2	0,3	14,4	12,4	10,0	17,5	13,4	6,5	6,7
2014 Ago	2,1	0,3	10,6	11,9	11,2	17,3	13,0	6,4	9,2
Sep	2,5	0,3	10,1	12,7	11,1	16,8	13,2	7,1	6,4
Oct	2,4	0,3	11,5	11,3	9,0	17,5	9,5	7,1	6,5
Deuda pública: rendimiento nominal medio									
2012	4,5	3,0	4,9	3,4	3,9	4,3	4,5	3,9	3,0
2013	4,3	2,6	4,6	3,0	3,7	4,1	4,6	3,7	2,8
2014 I	3,8	2,6	4,4	2,8	3,7	4,1	4,5	3,7	2,8
II	3,6	2,6	4,3	2,8	3,5	4,1	4,3	3,6	2,7
2014 Ago	3,6	2,6	4,3	2,8	3,5	4,0	4,2	3,6	2,7
Sep	3,7	2,6	4,4	2,7	3,5	4,0	4,3	3,6	2,6
Oct	3,6	2,6	4,3	2,7	3,4	4,0	4,1	3,6	2,6

Fuentes: Eurostat para el déficit/superávit de las AAPP y la deuda pública; BCE para el servicio de la deuda y el rendimiento nominal medio.

1) Actualmente no se dispone de estadísticas sobre la deuda pública de Estonia por una escasa cobertura de datos.

2) Los datos sobre el servicio de la deuda pública no incluyen los valores emitidos sin código ISIN.

3) El servicio de la deuda pública incluye el principal y los gastos por intereses a pagar en los 12 meses siguientes.



## TRANSACCIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

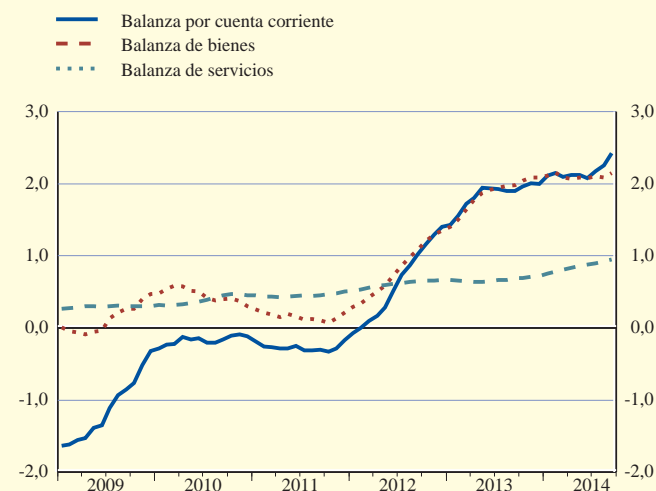
### 7.1 Resumen de la balanza de pagos <sup>1), 2)</sup>

(mm de euros; transacciones netas)

	Cuenta corriente					Cuenta de capital	Capacidad/necesidad de financiación frente al resto del mundo (columnas 1+6)	Cuenta financiera						Errores y omisiones
	Total	Bienes	Servicios	Rentas primarias	Rentas secundarias			Total	Inversiones directas	Inversiones de cartera	Derivados financieros	Otras inversiones	Activos de reserva	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	-16,3	21,1	49,7	39,8	-126,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	138,3	132,3	65,6	70,3	-130,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013	198,4	206,4	71,1	65,6	-144,7	20,0	218,4	446,6	52,1	-12,8	33,6	369,1	4,7	228,3
2014 I	35,0	43,4	18,8	23,8	-50,9	5,7	40,8	82,1	38,7	-57,3	5,8	92,6	2,2	41,4
II	44,8	60,4	25,9	-8,4	-33,2	4,0	48,7	82,8	4,2	-39,1	15,6	101,7	0,3	34,1
III	81,2	53,9	30,5	23,4	-26,6	2,6	83,7	37,5	19,1	33,3	3,4	-17,2	-1,2	-46,2
2013 Sep	14,8	14,5	9,7	1,8	-11,2	0,5	15,4	28,8	16,6	1,5	1,9	7,8	1,1	13,5
Oct	21,8	21,0	5,5	4,5	-9,1	3,1	24,9	33,6	-6,1	-4,4	4,5	40,4	-0,8	8,7
Nov	25,7	21,0	5,6	7,8	-8,7	3,6	29,2	33,2	18,5	-51,0	4,4	61,5	-0,2	4,0
Dic	33,5	15,3	9,0	21,4	-12,2	1,8	35,2	96,4	17,7	15,8	3,5	58,1	1,4	61,2
2014 Ene	1,2	3,3	7,1	4,4	-13,6	0,9	2,1	-20,4	0,4	-56,4	0,1	32,9	2,6	-22,5
Feb	9,5	18,9	5,4	9,7	-24,5	2,9	12,4	8,0	16,2	-69,0	2,6	58,7	-0,5	-4,4
Mar	24,3	21,2	6,3	9,7	-12,8	1,9	26,3	94,5	22,1	68,2	3,2	1,0	0,0	68,2
Abr	16,1	18,7	7,5	0,1	-10,2	1,2	17,3	-3,2	18,9	30,8	5,5	-58,8	0,4	-20,5
May	7,9	20,6	9,2	-12,9	-8,9	0,7	8,6	1,6	-2,4	-79,3	9,7	73,3	0,3	-7,0
Jun	20,8	21,1	9,2	4,5	-14,1	2,1	22,8	84,4	-12,3	9,5	0,5	87,3	-0,5	61,6
Jul	32,7	23,6	10,8	8,3	-10,0	0,8	33,5	0,0	4,8	-16,7	-0,7	12,9	-0,3	-33,6
Ago	17,4	9,8	6,8	9,3	-8,6	1,2	18,6	10,3	-9,0	16,1	-3,0	5,0	1,2	-8,2
Sep	31,0	20,5	12,8	5,8	-8,1	0,6	31,7	27,2	23,3	34,0	7,0	-35,0	-2,1	-4,4
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>														
2013 Sep	187,7	195,6	68,3	68,0	-144,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2014 Sep	241,9	214,9	95,2	72,5	-140,7	20,7	262,6	365,7	92,2	-102,6	37,3	337,2	1,7	103,1
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>														
2013 Sep	1,9	2,0	0,7	0,7	-1,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2014 Sep	2,4	2,2	1,0	0,7	-1,4	0,2	2,6	3,7	0,9	-1,0	0,4	3,4	0,0	1,0

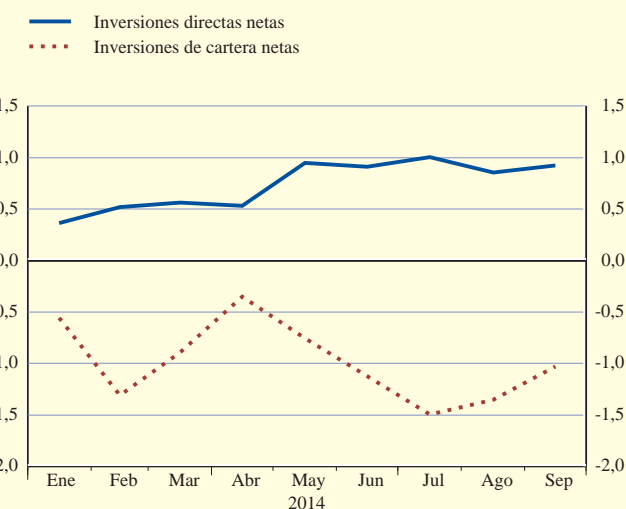
### G36 Balanza de pagos de la zona del euro: cuenta corriente

(datos desestacionalizados; transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



### G37 Balanza de pagos de la zona del euro: inversiones directas y de cartera

(transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

1) Las convenciones de signos se explican en las Notas Generales.

2) Se espera que los datos correspondientes a los períodos de referencia anteriores al año 2013 estén disponibles en el primer trimestre de 2015.

## 7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital <sup>1)</sup>

(mm de euros, salvo indicación en contrario; transacciones)

### 1. Resumen de la cuenta corriente y de la cuenta de capital

	Cuenta corriente												Cuenta de capital			
	Total			Bienes		Servicios		Rentas primarias				Rentas secundarias		Ingresos	Pagos	
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos		Pagos		Ingresos	Pagos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	Remunera- ción de los asal- ariados	9	10	Remunera- ción de los asal- ariados	11	12	13	14
2011	2.951,7	2.967,9	-16,3	1.726,5	1.705,4	564,3	514,6	583,0	,	543,2	,	77,9	204,7	,	,	
2012	3.152,7	3.014,4	138,3	1.870,0	1.737,8	608,8	543,2	595,6	,	525,3	,	78,1	208,1	,	,	
2013	3.231,0	3.032,6	198,4	1.899,7	1.693,3	641,2	570,1	605,7	30,9	540,1	14,0	84,4	229,1	38,9	18,9	
2014 I	787,9	752,8	35,0	467,0	423,6	155,2	136,5	145,9	7,9	122,1	2,6	19,8	70,7	9,3	3,6	
II	830,9	786,1	44,8	484,9	424,5	171,5	145,6	151,5	7,8	159,8	3,7	23,0	56,1	7,5	3,5	
III	822,1	740,9	81,2	482,2	428,3	183,8	153,3	136,4	7,8	113,0	4,1	19,6	46,3	5,3	2,8	
2014 May	276,0	268,1	7,9	161,9	141,4	56,6	47,4	49,4	2,6	62,3	1,2	8,0	16,9	2,3	1,6	
Jun	288,0	267,2	20,8	163,0	141,9	61,7	52,4	55,3	2,6	50,8	1,3	8,0	22,1	3,1	1,0	
Jul	284,4	251,7	32,7	171,9	148,3	62,0	51,2	43,9	2,6	35,6	1,4	6,6	16,5	1,8	1,0	
Ago	249,0	231,6	17,4	140,1	130,3	59,2	52,4	43,3	2,6	34,0	1,3	6,4	15,0	2,1	0,9	
Sep	288,7	257,7	31,0	170,2	149,7	62,5	49,7	49,2	2,5	43,5	1,4	6,7	14,8	1,5	0,9	
<i>Transacciones acumuladas de 12 meses</i>																
2013 Sep	3.210,9	3.023,2	187,7	1.893,5	1.697,9	630,5	562,2	603,8	,	535,8	,	83,0	227,2	,	,	
2014 Sep	3.273,3	3.031,4	241,9	1.917,2	1.702,2	677,9	582,7	594,4	31,5	521,9	13,9	83,8	224,6	38,0	17,3	
<i>Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>																
2013 Sep	32,5	30,6	1,9	19,2	17,2	6,4	5,7	6,1	,	5,4	,	0,8	2,3	,	,	
2014 Sep	32,8	30,4	2,4	19,2	17,0	6,8	5,8	6,0	0,3	5,2	0,1	0,8	2,2	0,4	0,2	
<i>Tasas de variación interanual</i>																
2013 Sep	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	,	0,0	,	0,0	0,0	,	,	
2014 Sep	5,0	-0,9	109,0	6,6	3,1	6,7	1,7	-0,4	0,4	-8,7	0,8	-6,4	-19,3	-17,1	-33,7	
<i>Datos desestacionalizados</i>																
2014 I	814,2	754,8	59,3	474,1	422,9	168,7	143,9	149,9	-	131,2	-	21,4	56,8	-	-	
II	824,5	764,6	59,9	484,8	427,4	171,8	148,0	147,2	-	130,0	-	20,6	59,3	-	-	
III	820,7	745,0	75,7	481,8	425,5	172,4	145,6	145,9	-	122,2	-	20,6	51,7	-	-	
2014 May	273,4	250,4	23,0	161,1	140,0	56,6	48,3	48,8	-	43,4	-	6,9	18,7	-	-	
Jun	277,8	260,3	17,5	162,5	144,2	59,3	51,5	48,7	-	43,0	-	7,3	21,5	-	-	
Jul	270,0	247,1	22,9	159,9	142,4	56,6	47,8	46,8	-	38,3	-	6,6	18,7	-	-	
Ago	266,5	243,7	22,8	154,3	136,3	57,0	49,6	47,9	-	40,2	-	7,3	17,7	-	-	
Sep	284,3	254,2	30,0	167,6	146,9	58,8	48,3	51,3	-	43,7	-	6,7	15,3	-	-	
<i>Tasas de variación intermensual</i>																
2014 Jul	-2,8	-5,1	30,6	-1,6	-1,3	-4,5	-7,3	-3,9	-	-10,9	-	-10,0	-13,3	-	-	
Ago	-1,3	-1,4	-0,3	-3,5	-4,3	0,7	3,8	2,4	-	5,0	-	10,0	-5,4	-	-	
Sep	6,7	4,3	31,8	8,6	7,8	3,1	-2,5	7,1	-	8,7	-	-8,1	-13,2	-	-	

### 2. Servicios

	Total		Transporte		Viajes		Seguros, pensiones y servicios financieros		Servicios de telecomunicaciones, informática e información		Otros servicios empresariales <sup>2)</sup>		Otros servicios <sup>3)</sup>	
	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2011	564,3	514,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	608,8	543,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013	641,2	570,1	127,4	123,0	112,6	93,1	75,9	52,0	75,2	40,4	161,9	164,3	88,2	97,2
2013 III	171,5	148,7	33,5	31,4	39,9	31,9	19,2	12,5	18,3	9,6	39,2	39,7	21,5	23,6
IV	167,3	147,3	31,4	30,6	23,3	21,6	20,2	13,6	21,3	10,8	45,8	45,3	25,3	25,4
2014 I	155,2	136,5	29,7	30,0	20,7	18,1	18,8	14,0	19,2	9,9	41,3	39,6	25,5	24,9
II	171,5	145,6	31,4	30,4	30,8	23,4	19,9	14,0	20,7	10,2	43,6	42,6	24,8	25,1
III	183,8	153,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fuente: BCE.

- Se espera que los datos correspondientes a los períodos de referencia anteriores al año 2013 estén disponibles en el primer trimestre de 2015.
- Incluye los servicios de investigación y desarrollo, servicios de consultoría profesional y de gestión empresarial, y servicios técnicos, relacionados con el comercio y otros servicios empresariales no incluidos en las categorías anteriores.
- Incluye servicios de transformación o procesamiento de bienes que son propiedad de otros; servicios de mantenimiento y reparación n.c.o.p., construcción, cargos por el uso de propiedad intelectual, servicios personales, culturales y recreativos, bienes y servicios de las administraciones públicas n.c.o.p.

## 7.2 Cuenta corriente y cuenta de capital <sup>1)</sup>

(mm de euros)

### 3. Cuenta de rentas (transacciones)

	Total		Inversiones directas				Inversiones de cartera				Otras inversiones		Activos de reserva		
	Ingresos	Pagos	Participaciones en el capital		Instrumentos de deuda		Participaciones en el capital		Títulos de deuda		Ingresos	Pagos	Ingresos		
			Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos					
	1	2	Beneficios reinvertidos	Beneficios reinvertidos	Beneficios reinvertidos	Beneficios reinvertidos	Beneficios reinvertidos	Beneficios reinvertidos	Beneficios reinvertidos	Beneficios reinvertidos	Beneficios reinvertidos	Beneficios reinvertidos	Beneficios reinvertidos	Beneficios reinvertidos	
3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15			
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
2013	535,2	510,0	271,7	32,1	183,0	38,7	64,1	50,9	45,5	111,7	102,6	110,2	48,7	54,2	2,7
2013 III	133,0	124,7	67,1	17,0	47,5	16,4	15,2	12,3	12,7	25,3	25,7	27,0	11,6	12,7	0,7
IV	132,9	119,2	67,5	-9,3	45,8	-3,5	17,3	13,1	9,9	19,5	25,5	27,1	12,0	13,6	0,7
2014 I	125,3	115,5	61,8	17,9	40,6	12,5	16,2	13,9	11,2	20,2	24,9	27,3	10,5	13,4	0,7
II	140,7	152,1	70,9	7,6	42,5	8,2	15,1	14,5	18,2	56,5	25,4	25,5	10,4	13,2	0,7
III	125,6	105,3	61,0	13,2	35,3	13,2	12,3	9,8	14,5	22,7	25,6	25,4	11,6	12,1	0,7

### 4. Desagregación geográfica

(transacciones acumuladas de cuatro trimestres)

III 2013 a II 2014	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro				Brasil	Canadá	China	India	Japón	Rusia	Suiza	Estados Unidos	Otros países <sup>2)</sup>
	Total	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	<b>Ingresos</b>													
<b>Cuenta corriente</b>	3.260,0	1.044,1	493,8	485,0	65,2	58,3	46,2	165,6	37,5	76,0	120,9	264,3	437,4	1.009,6
Bienes	1.908,1	607,7	253,8	353,3	0,5	31,6	24,1	130,4	27,6	43,2	82,0	105,7	224,2	631,6
Servicios	665,6	202,3	123,5	71,1	7,7	10,7	10,8	20,4	7,4	16,2	21,1	74,2	106,1	196,5
Rentas primarias	601,6	195,6	91,9	54,8	48,9	15,5	10,7	14,3	2,2	13,0	17,2	71,4	96,0	165,6
Rentas de la inversión	531,8	150,0	89,4	53,8	6,8	15,3	10,6	14,2	2,2	12,9	17,2	55,0	94,4	160,1
Rentas secundarias	84,6	35,7	24,6	3,0	8,1	0,6	0,6	0,6	0,2	3,7	0,6	13,1	11,0	18,6
<b>Cuenta de capital</b>	40,4	31,1	5,0	0,7	25,3	0,0	0,0	0,7	0,1	0,3	0,1	2,9	0,5	4,8
	<b>Pagos</b>													
<b>Cuenta corriente</b>	3.052,5													
Bienes	1.700,4	477,9	164,3	313,6	0,0	25,3	14,5	199,8	25,2	42,2	133,1	96,8	141,2	544,4
Servicios	578,0	167,7	92,9	73,6	1,3	5,3	8,2	16,4	7,0	10,1	10,4	50,5	125,4	177,1
Rentas primarias	541,7													
Rentas de la inversión	511,5													
Rentas secundarias	232,4	130,2	24,1	6,4	99,8	1,7	1,1	2,5	1,1	3,4	0,8	14,4	16,4	60,7
<b>Cuenta de capital</b>	17,9	6,4	4,6	1,5	0,4	0,2	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	0,7	1,8	7,9
	<b>Neto</b>													
<b>Cuenta corriente</b>	207,4													
Bienes	207,7	129,7	89,5	39,7	0,5	6,4	9,6	-69,3	2,4	0,9	-51,1	8,9	83,0	87,2
Servicios	87,6	34,6	30,6	-2,4	6,4	5,4	2,6	3,9	0,4	6,1	10,7	23,7	-19,3	19,4
Rentas primarias	59,9													
Rentas de la inversión	20,3													
Rentas secundarias	-147,8	-91,8	0,5	-0,6	-91,6	-1,1	-0,6	-1,9	-0,9	0,2	-0,3	-1,3	-5,3	-44,8
<b>Cuenta de capital</b>	22,6	42,5	0,5	17,1	25,0	-0,2	-0,4	0,5	0,0	0,3	0,1	2,1	-1,3	-21,0

Fuente: BCE.

1) Se espera que los datos correspondientes a los períodos de referencia anteriores al año 2013 estén disponibles en el primer trimestre de 2015.

2) Todos los ingresos procedentes de los activos de reserva se han asignado a «otros países».

### 7.3 Cuenta financiera <sup>1)</sup>

(mm de euros salvo indicación en contrario; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; transacciones realizadas en el período)

#### 1. Resumen de la cuenta financiera

	Total <sup>2)</sup>			Total en porcentaje del PIB			Inversiones directas		Inversiones de cartera		Derivados financieros netos	Otras inversiones		Activos de reserva
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
2010	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013 II	17.731,8	19.159,4	-1.427,6	180,2	194,7	-14,5	7.120,0	5.406,2	5.469,8	8.779,7	-61,6	4.636,2	4.968,9	564,3
III	17.619,8	19.119,1	-1.499,3	178,5	193,7	-15,2	6.995,6	5.409,4	5.569,8	8.904,2	-56,9	4.518,8	4.796,7	586,8
IV	17.767,5	19.106,0	-1.338,5	179,4	192,9	-13,5	7.231,9	5.550,5	5.658,8	9.051,9	-65,2	4.392,5	4.489,3	542,1
2014 I	18.202,4	19.444,2	-1.241,7	182,9	195,4	-12,5	7.355,0	5.499,4	5.747,5	9.292,6	-49,4	4.578,3	4.638,1	570,6
II	18.646,0	19.713,9	-1.067,9	186,7	197,4	-10,7	7.407,6	5.487,0	6.033,4	9.620,6	-43,9	4.661,5	4.593,9	583,1
Transacciones														
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013	783,7	337,1	446,6	7,9	3,4	4,5	519,2	467,1	262,0	274,8	33,6	-35,8	-404,9	4,7
2014 I	326,1	244,0	82,1	3,3	2,5	0,8	8,7	-30,0	69,1	126,4	5,8	240,2	147,6	2,2
II	191,4	108,6	82,8	1,9	1,1	0,8	-24,9	-29,1	152,6	191,7	15,6	47,7	-54,0	0,3
III	149,4	111,9	37,5	.	.	.	43,3	24,2	92,8	59,5	3,4	11,1	28,2	-1,2
2014 May	71,1	69,5	1,6	-	-	-	-14,6	-12,2	40,4	119,7	9,7	35,2	-38,1	0,3
Jun	-13,1	-97,5	84,4	-	-	-	-41,3	-28,9	63,3	53,8	0,5	-35,1	-122,4	-0,5
Jul	70,1	70,2	0,0	-	-	-	4,2	-0,5	12,9	29,6	-0,7	54,0	41,1	-0,3
Ago	28,8	18,5	10,3	-	-	-	6,0	15,0	28,8	12,7	-3,0	-4,2	-9,2	1,2
Sep	50,5	23,2	27,2	-	-	-	33,1	9,8	51,1	17,1	7,0	-38,6	-3,6	-2,1
Total otros flujos														
2010	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013 III	-189,2	-20,9	-169,9	-3,1	-1,4	-1,7	-197,3	-51,7	28,5	76,8	4,3	-44,2	-45,9	19,5
IV	-107,5	-108,6	-2,5	-2,3	-2,2	0,0	20,7	-44,3	34,2	53,3	-20,7	-96,5	-117,6	-45,0
2014 I	115,8	94,4	14,7	0,6	0,5	0,1	114,4	-21,1	19,5	114,4	9,9	-54,4	1,1	26,4
II	248,3	162,8	91,1	3,5	2,6	0,9	77,5	16,7	133,3	136,3	-10,1	35,4	9,9	12,1
III	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Tasas de crecimiento interanual (en porcentaje) <sup>3)</sup>														
2013 III	.	.	.	-	-	-	.	.	.	.	-	.	.	.
IV	.	.	.	-	-	-	.	.	.	.	-	.	.	.
2014 I	4,9	2,0	2,3	-	-	-	6,2	7,0	4,0	3,5	-	4,0	-5,7	1,2
II	4,8	2,2	2,1	-	-	-	3,9	3,4	6,3	5,2	-	4,2	-4,4	1,0
III	5,2	2,9	1,8	-	-	-	3,5	2,8	6,5	5,2	-	6,1	-1,4	0,3

Fuente: BCE.

1) Se espera que los datos correspondientes a los períodos de referencia anteriores al año 2013 estén disponibles en el primer trimestre de 2015.

2) Los derivados financieros netos se incluyen en los activos.

3) Véanse las Notas Técnicas.



## 7.3 Cuenta financiera<sup>1)</sup>

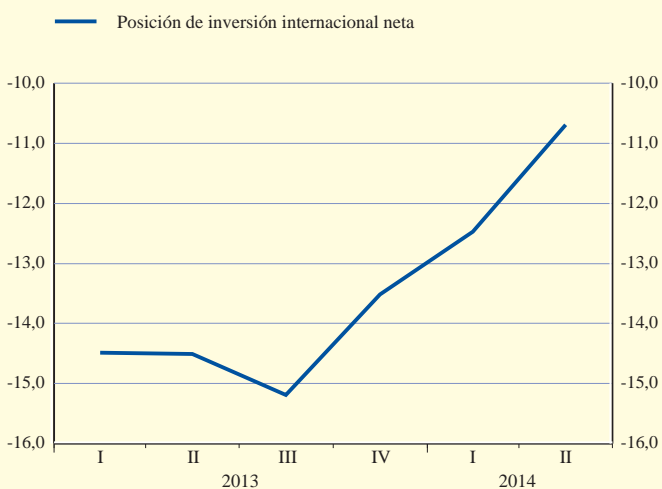
(mm de euros salvo indicación en contrario; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; transacciones realizadas en el período)

### 2. Inversiones directas

	Activos						Pasivos					
	Total	Por instrumento		Por sector residente		Pro memoria: inversiones directas en el exterior <sup>2)</sup>	Total	Por instrumento		Por sector residente		Pro memoria: inversiones directas en la zona del euro <sup>2)</sup>
		Participac. en el capital (incluidos beneficios reinvertidos)	Instrumentos de deuda	IFM	No IFM			Participac. en el capital (incluidos beneficios reinvertidos)	Instrumentos de deuda	IFM	No IFM	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)												
2010	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013 II	7.120,0	4.851,8	2.268,0	308,2	6.811,8	6.100,6	5.406,2	3.476,6	1.929,6	161,3	5.244,9	4.386,9
III	6.995,6	4.847,8	2.147,6	305,6	6.690,0	6.035,6	5.409,4	3.511,6	1.897,8	161,3	5.248,1	4.449,4
IV	7.231,9	5.042,1	2.189,5	302,6	6.929,3	6.291,8	5.550,5	3.651,0	1.899,5	153,4	5.397,1	4.610,4
2014 I	7.355,0	5.114,5	2.238,0	307,5	7.047,5	6.317,3	5.499,4	3.607,0	1.892,4	151,9	5.347,6	4.461,7
II	7.407,6	5.111,3	2.293,6	308,5	7.099,1	6.409,0	5.487,0	3.562,6	1.924,4	153,2	5.333,8	4.488,4
Transacciones												
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013	519,2	485,4	33,8	-0,8	520,0	578,1	467,1	406,1	61,0	8,1	459,1	526,1
2014 I	8,7	-1,4	10,1	5,7	3,0	-17,1	-30,0	-30,8	0,8	-1,5	-28,5	-55,8
II	-24,9	-46,1	21,2	4,3	-29,2	5,4	-29,1	-38,3	9,3	2,3	-31,4	1,3
III	43,3	33,1	10,2	3,6	39,7	-	24,2	16,4	7,8	1,1	23,1	-
2014 May	-14,6	-21,6	7,1	1,9	-16,4	-	-12,2	-24,1	11,9	0,6	-12,8	-
Jun	-41,3	-28,6	-12,6	0,8	-42,0	-	-28,9	-19,2	-9,7	0,7	-29,7	-
Jul	4,2	9,7	-5,4	-0,7	4,9	-	-0,5	6,3	-6,9	0,2	-0,8	-
Ago	6,0	7,6	-1,6	-0,9	6,9	-	15,0	10,1	4,9	0,7	14,3	-
Sep	33,1	15,9	17,2	5,2	27,8	-	9,8	0,1	9,7	0,2	9,6	-
Tasas de crecimiento interanual (en porcentaje)												
2014 I	6,2	8,0	2,0	0,0	6,3	8,1	7,0	9,0	3,4	1,5	7,7	9,9
II	3,9	5,9	-0,6	0,4	3,9	5,7	3,4	5,0	0,3	2,5	3,9	5,7
III	3,5	4,7	0,7	-	-	-	2,8	3,8	0,8	-	-	-

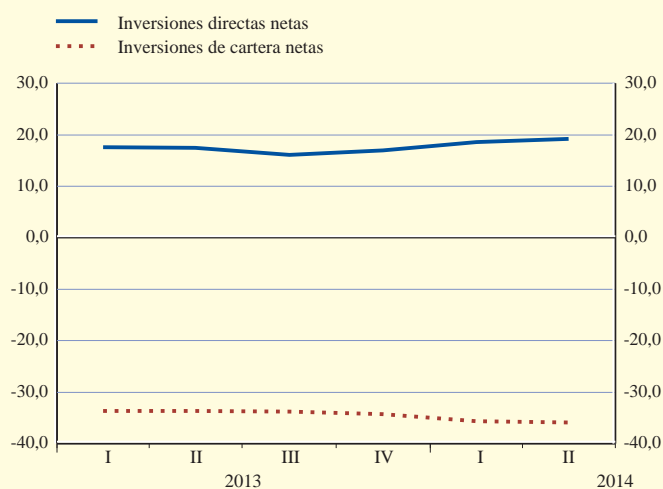
### G38 Posición de inversión internacional de la zona del euro

(saldos vivos a fin de período; porcentaje del PIB)



### G39 Posición de inversiones directas y de cartera de la zona del euro

(saldos vivos a fin de período; porcentaje del PIB)



Fuente: BCE.

- Se espera que los datos correspondientes a los períodos de referencia anteriores al año 2013 estén disponibles en el primer trimestre de 2015.
- Estimación del principio direccional del MBP5.

**7.3 Cuenta financiera<sup>1)</sup>**

(mm de euros salvo indicación en contrario; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; transacciones realizadas en el período)

**3. Inversiones de cartera: Activos**

	Total	Por instrumento					Por sector residente				Por sector de contrapartida (emisor)		
		Participaciones en el capital y participaciones en fondos de inversión			Títulos de deuda		Eurosistema	IFM (excluido el Eurosistema)	AAPP	Otros sectores	IFM	AAPP	Otros sectores
		Total	Participaciones en el capital	Participaciones en fondos de inversión	Corto plazo	Largo plazo							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)													
2010	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013 II	5.469,8	2.134,7	1.813,1	315,4	491,3	2.841,0	83,6	931,4	140,8	4.314,0	1.163,0	865,4	3.435,4
III	5.569,8	2.235,2	1.906,0	322,9	487,3	2.844,2	81,2	944,8	140,9	4.403,0	1.190,6	807,9	3.565,7
IV	5.658,8	2.351,6	2.009,0	335,0	475,2	2.829,1	78,5	937,2	135,1	4.508,0	1.155,0	793,8	3.704,5
2014 I	5.747,5	2.411,0	2.076,9	326,7	486,4	2.849,2	79,1	936,5	129,2	4.602,6	1.197,2	798,3	3.745,5
II	6.033,4	2.555,2	2.183,8	364,2	509,4	2.967,9	84,8	962,7	132,5	4.853,4	1.233,1	848,6	3.944,9
Transacciones													
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013	262,0	166,0	151,8	14,3	6,6	89,3	17,2	-20,1	-2,3	267,2	33,9	20,5	165,2
2014 I	69,1	18,1	12,4	5,7	12,6	38,5	1,5	-9,8	-4,8	82,3	7,6	12,5	40,6
II	152,6	65,0	55,8	9,3	16,0	71,5	4,2	9,5	-0,7	139,6	20,0	30,4	93,6
III	92,8	14,1	-	-	25,2	53,5	-4,7	39,7	-3,9	61,7	13,9	15,6	31,5
2014 May	40,4	20,9	-	-	7,1	12,5	3,4	5,8	0,1	31,1	3,3	8,2	28,8
Jun	63,3	15,1	-	-	12,5	35,7	1,5	14,9	-0,9	47,8	10,1	13,5	32,3
Jul	12,9	5,2	-	-	1,5	6,2	-0,3	-1,3	-0,6	15,1	4,2	4,7	4,1
Ago	28,8	4,8	-	-	8,5	15,5	-2,9	10,4	-0,9	22,2	7,5	6,3	7,8
Sep	51,1	4,1	-	-	15,2	31,7	-1,5	30,6	-2,4	24,4	2,2	4,7	19,6
Tasas de crecimiento interanual (en porcentaje)													
2014 I	4,0	5,4	5,7	4,2	0,8	3,4	23,7	-3,0	-7,8	5,5	5,3	0,4	4,0
II	6,3	7,7	8,0	6,3	6,3	5,3	9,4	1,2	-7,8	7,8	8,9	2,6	6,2
III	6,5	6,0	-	-	11,0	6,3	-	-	-	-	-	-	-

**4. Inversiones de cartera: Pasivos**

	Total	Por instrumento				Por sector residente			
		Participaciones en el capital y participaciones en los fondos de inversión		Títulos de deuda		IFM	AAPP	Otros sectores	
		Total	Participaciones en el capital	Participaciones en fondos de inversión	Corto plazo				Largo plazo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)									
2010	.	.	.	.	.	.	.	.	
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	
2013 II	8.779,7	3.806,1	1.395,5	2.410,6	453,2	4.520,4	1.866,8	2.190,8	4.722,1
III	8.904,2	3.937,5	1.496,8	2.440,7	484,9	4.481,9	1.888,8	2.250,7	4.764,8
IV	9.051,9	4.136,9	1.654,4	2.482,4	464,0	4.451,0	1.832,4	2.221,0	4.998,6
2014 I	9.292,6	4.281,0	1.693,2	2.587,8	455,2	4.556,3	1.840,0	2.369,4	5.083,2
II	9.620,6	4.481,0	1.781,4	2.699,6	478,2	4.661,4	1.878,6	2.483,2	5.258,7
Transacciones									
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	
2013	274,8	177,1	21,3	136,3	13,1	84,6	-44,3	115,4	203,6
2014 I	126,4	62,3	-20,2	78,0	3,8	60,3	27,3	56,3	42,7
II	191,7	110,4	28,9	79,9	20,4	60,8	29,4	77,3	84,9
III	59,5	63,1	-	-	-20,3	16,6	50,4	-47,0	56,0
2014 May	119,7	32,1	-	-	14,6	73,1	29,3	44,9	45,5
Jun	53,8	58,3	-	-	11,2	-15,7	18,7	4,0	31,1
Jul	29,6	33,2	-	-	-0,2	-3,3	14,2	-21,7	37,1
Ago	12,7	9,6	-	-	-17,5	20,6	21,2	-26,6	18,1
Sep	17,1	20,3	-	-	-2,7	-0,6	14,9	1,4	0,8
Tasas de crecimiento interanual (en porcentaje)									
2014 I	3,5	4,6	0,3	6,5	-2,4	3,1	-0,6	5,7	3,7
II	5,2	6,1	1,0	8,7	4,9	4,3	3,1	8,5	4,1
III	5,2	6,9	-	-	-7,3	5,0	-	-	-

Fuente: BCE.

1) Se espera que los datos correspondientes a los períodos de referencia anteriores al año 2013 estén disponibles en el primer trimestre de 2015.

### 7.3 Cuenta financiera<sup>1)</sup>

(mm de euros salvo indicación en contrario; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; transacciones realizadas en el período)

#### 5. Otras inversiones: Activos

	Total 1	Por instrumento				Por sector residente				
		Efectivo y depósitos 2	Otros activos <sup>2)</sup>			Eurosistema 6	Otras IFM (excluido el Eurosistema) 7	AAPP 8	Otros sectores 9	
			Préstamos 3	Créditos comerciales y anticipos 4	5					
Saldos vivos (posición de inversión internacional)										
2010	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013 II	4.636,2	2.314,1	2.322,1	1.655,1	250,0	19,8	2.951,4	158,6	1.509,5	
III	4.518,8	2.205,9	2.312,9	1.636,0	244,6	26,5	2.858,7	156,1	1.483,1	
IV	4.392,5	2.163,1	2.229,4	1.624,7	243,8	17,1	2.761,1	161,7	1.460,1	
2014 I	4.578,3	2.319,7	2.258,6	1.596,1	247,6	10,0	2.906,5	160,2	1.502,1	
II	4.661,5	2.402,6	2.258,9	1.604,9	252,6	9,1	2.983,1	159,0	1.514,6	
Transacciones										
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013	-35,8	-87,9	52,1	-5,8	7,1	-20,1	-68,8	-10,1	63,2	
2014 I	240,2	156,2	84,0	2,2	2,6	-6,6	143,8	0,1	102,9	
II	47,7	61,4	-13,7	3,8	1,1	-1,0	58,1	-1,9	-7,4	
III	11,1	-64,3	75,4	-	-	4,0	11,1	-1,2	-2,9	
2014 May	35,2	47,7	-12,4	-	-	-4,5	41,2	1,6	-3,1	
Jun	-35,1	-25,7	-9,4	-	-	-1,9	-33,6	0,8	-0,4	
Jul	54,0	34,0	20,0	-	-	1,0	53,7	-0,5	-0,2	
Ago	-4,2	-10,8	6,6	-	-	0,4	-5,5	3,8	-2,9	
Sep	-38,6	-87,4	48,8	-	-	2,7	-37,1	-4,4	0,2	
Tasas de crecimiento interanual (en porcentaje)										
2014 I	4,0	4,7	3,4	-2,4	2,4	-63,3	2,4	-0,3	9,2	
II	4,2	5,6	2,7	-0,5	2,0	-51,7	4,0	1,4	5,5	
III	6,1	6,7	5,6	-	-	-47,1	7,1	1,7	5,6	

#### 6. Otras inversiones: Pasivos

	Total 1	Por instrumento				Por sector residente				
		Efectivo y depósitos 2	Otros pasivos <sup>3)</sup>			Eurosistema 6	Otras IFM (excluido el Eurosistema) 7	AAPP 8	Otros sectores 9	
			Préstamos 3	Créditos comerciales y anticipos 4	5					
Saldos vivos (posición de inversión internacional)										
2010	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013 II	4.968,9	3.041,9	1.926,9	1.195,1	220,7	428,5	2.872,2	240,1	1.432,7	
III	4.796,7	2.895,7	1.901,0	1.160,3	212,3	413,8	2.750,3	243,3	1.398,1	
IV	4.489,3	2.743,1	1.746,3	1.116,5	211,0	392,8	2.536,3	237,2	1.337,3	
2014 I	4.638,1	2.782,1	1.855,9	1.143,8	213,6	362,8	2.610,8	227,8	1.450,8	
II	4.593,9	2.759,4	1.834,6	1.122,2	216,4	346,1	2.603,0	228,6	1.428,5	
Transacciones										
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013	-404,9	-392,9	-12,0	-19,5	9,6	-78,8	-325,4	0,3	-0,9	
2014 I	147,6	29,9	117,7	26,5	1,6	-30,5	71,0	1,2	105,9	
II	-54,0	-34,9	-19,1	-19,1	0,8	-18,2	-22,5	2,6	-15,9	
III	28,2	13,7	14,5	-	-	-10,0	43,0	-2,4	-2,4	
2014 May	-38,1	-17,5	-20,5	-	-	-0,5	-27,5	-1,9	-8,1	
Jun	-122,4	-105,7	-16,7	-	-	-19,6	-83,1	4,5	-24,2	
Jul	41,1	24,6	16,5	-	-	-13,0	44,3	1,9	7,8	
Ago	-9,2	-28,2	19,0	-	-	6,2	-18,2	-1,3	4,0	
Sep	-3,6	17,3	-20,9	-	-	-3,2	16,8	-3,0	-14,2	
Tasas de crecimiento interanual (en porcentaje)										
2014 I	-5,7	-10,1	1,4	-1,6	2,0	-17,7	-8,3	0,8	2,2	
II	-4,4	-8,6	2,3	-2,2	1,9	-17,9	-6,5	1,4	2,8	
III	-1,4	-4,0	2,8	-	-	-18,4	-1,2	-2,3	3,6	

Fuente: BCE.

1) Se espera que los datos correspondientes a los períodos de referencia anteriores al año 2013 estén disponibles en el primer trimestre de 2015.

2) Incluye otras participaciones en el capital, sistemas de seguros, de pensiones y de garantías estandarizadas, y otras cuentas pendientes de cobro.

3) Incluye otras participaciones en el capital, sistemas de seguros, de pensiones y de garantías estandarizadas, otras cuentas pendientes de pago y asignaciones de derechos especiales de giro.

### 7.3 Cuenta financiera <sup>1)</sup>

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; transacciones realizadas en el período)

#### 7. Activos de reserva <sup>1)</sup>

	Activos de reserva											Pro memoria		
	Total	Oro monetario		Tenencias de DEG	Posición de reserva en el FMI	Otros activos de reserva						Otros activos en moneda extranjera	Drenajes netos de liquidez a corto plazo en moneda extranjera. Predeterminados	
		En mm de euros	En onzas troy de oro fino (millones)			Efectivo y depósitos		Valores		Derivados financieros (netos)	Otros activos			
						En las autoridades monetarias y el BPI	En bancos	Participac. en el capital y participac. en fondos de inversión	Títulos de deuda					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
2010	591,2	366,2	346,962	54,2	15,8	7,7	16,0	0,5	112,8	17,9	0,0	0,0	26,3	-24,4
2011	667,1	422,1	346,846	54,0	30,2	5,3	7,8	0,8	135,7	11,7	-0,4	0,0	97,4	-86,0
2012	689,4	437,2	346,693	52,8	31,9	6,1	8,8	0,2	130,9	20,2	0,6	0,6	32,8	-35,0
2014 I	570,6	324,9	346,793	50,2	28,2	5,3	7,7	0,3	139,5	12,1	0,1	2,3	22,7	-31,3
II	583,1	333,8	346,721	50,8	28,1	4,9	8,1	0,3	139,6	14,8	-0,1	2,7	23,0	-28,5
III	597,0	335,2	346,723	53,2	28,5	6,3	10,4	0,4	143,1	17,9	-0,5	2,5	27,5	-31,9
2014 Jun	583,1	333,8	346,721	50,8	28,1	4,9	8,1	0,3	139,6	14,8	-0,1	2,7	23,0	-28,5
Jul	585,1	333,1	346,722	51,4	28,4	4,6	12,3	0,3	136,5	15,6	-0,2	3,0	25,4	-32,2
Ago	594,1	338,0	346,722	52,0	27,5	4,2	13,3	0,3	138,6	17,5	-0,3	2,9	24,6	-32,0
Sep	597,0	335,2	346,723	53,2	28,5	6,3	10,4	0,4	143,1	17,9	-0,5	2,5	27,5	-31,9
Oct	585,9	322,3	346,724	53,3	28,3	5,5	11,1	0,4	143,5	19,0	-0,4	2,9	27,6	-31,3
Transacciones														
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013	4,7	0,0	-	-0,6	-1,7	0,5	-2,9	0,0	16,1	-6,2	-1,0	0,4	-	-
2014 I	2,2	0,0	-	-0,2	-0,8	-0,5	1,8	0,1	1,4	0,6	-0,3	0,0	-	-
II	0,3	0,0	-	0,1	-0,4	-0,3	0,1	0,1	-2,1	2,3	0,1	0,4	-	-
III	-1,2	0,0	-	0,4	-0,7	1,1	1,8	0,0	-5,5	2,3	-0,2	-0,4	-	-
2014 May	0,3	0,0	-	0,0	-0,5	-0,3	0,1	0,0	-0,4	0,9	0,0	0,4	-	-
Jun	-0,5	0,0	-	-0,2	-0,6	1,3	-0,5	0,0	0,1	-0,7	0,0	0,0	-	-
Jul	-0,3	0,0	-	0,1	0,1	-0,4	4,3	0,0	-5,3	0,6	-0,2	0,5	-	-
Ago	1,2	0,0	-	0,2	-1,1	-0,4	1,0	0,0	0,0	1,8	0,0	-0,3	-	-
Sep	-2,1	0,0	-	0,1	0,3	1,9	-3,5	0,0	-0,2	-0,1	0,0	-0,5	-	-
Tasas de crecimiento interanual (en porcentaje)														
2014 I	1,2	0,0	-	-0,5	-8,7	20,0	-16,6	40,2	14,2	-35,1	-	53,0	-	-
II	1,0	0,0	-	0,2	-9,3	5,9	7,7	71,1	7,2	-10,8	-	35,5	-	-
III	0,3	0,0	-	1,4	-10,0	39,5	5,4	71,1	0,0	14,0	-	15,5	-	-

#### 8. Deuda externa bruta

	Deuda externa bruta										Deuda externa neta	
	Total	Por instrumento					Por sector					
		Préstamos, efectivo y depósitos	Títulos de deuda		Créditos comerciales y anticipos	Otros pasivos en forma de deuda	Inversiones directas: instrumentos de deuda	AAPP	Eurosistema	IFM (excluido Eurosistema)		Otros sectores
			A corto plazo	A largo plazo								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)												
2010	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013 IV	11.311,6	3.859,5	464,0	4.451,0	211,0	417,1	1.899,5	2.458,3	390,6	3.833,1	4.629,7	1.115,7
2014 I	11.550,2	3.926,0	455,2	4.556,3	213,6	496,3	1.892,4	2.597,3	360,6	3.894,9	4.697,5	1.086,0
II	11.664,7	3.881,6	478,2	4.661,4	216,4	493,0	1.924,4	2.712,0	343,4	3.908,3	4.701,0	912,4
Saldos vivos en porcentaje del PIB												
2010	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2013 IV	114,2	39,0	4,7	44,9	2,1	4,2	19,2	24,8	3,9	38,7	46,7	11,3
2014 I	116,0	39,4	4,6	45,8	2,1	5,0	19,0	26,1	3,6	39,1	47,2	10,9
II	116,8	38,9	4,8	46,7	2,2	4,9	19,3	27,2	3,4	39,1	47,1	9,1

Fuente: BCE.

- Se espera que los datos correspondientes a los períodos de referencia anteriores al año 2013 estén disponibles en el primer trimestre de 2015.
- Los datos se refieren a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas, de conformidad con el enfoque adoptado para los activos de reserva del Eurosistema. Para más información, véanse las Notas Generales.

## 7.3 Cuenta financiera

(mm de euros; saldos vivos a fin de período; transacciones realizadas en el período)

### 9. Desagregación geográfica

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro				Canadá	China	Hong Kong	Japón	Suiza	Estados Unidos	Centros financieros extra-territoriales	Organizaciones internacionales	Otros países
		Total	Reino Unido	Otros países de la UE	Instituciones de la UE									
		1	2	3	4									
<b>II 2014</b>														
Saldos vivos (posición de inversión internacional)														
<b>Inversiones directas</b>	1.920,6	799,6	519,1	282,2	-1,7	103,6	120,8	10,5	-44,8	228,9	68,0	-339,7	-0,3	974,0
Activos	7.407,6	2.221,7	1.579,4	642,2	0,1	235,3	152,3	56,9	126,1	727,0	1.665,6	635,3	0,2	1.587,2
Participaciones en el capital/beneficios reinvertidos	5.111,3	1.494,8	1.048,6	446,2	0,0	172,9	119,7	37,9	95,5	483,1	1.123,0	478,1	0,1	1.106,2
Instrumentos de deuda	2.293,6	724,0	530,8	193,1	0,1	62,5	32,6	19,0	30,6	243,9	542,6	157,2	0,1	481,0
Pasivos	5.487,0	1.422,1	1.060,3	360,0	1,8	131,7	31,5	46,3	170,9	498,1	1.597,7	975,0	0,5	613,2
Participaciones en el capital/participac. en fondos de inversión	3.562,6	1.025,0	761,4	262,4	1,3	110,4	9,4	17,9	151,1	273,9	1.103,5	469,3	0,1	402,0
Instrumentos de deuda	1.924,4	397,0	298,9	97,6	0,5	21,3	22,1	28,4	19,9	224,2	494,1	505,7	0,4	211,2
<b>Inversiones de cartera: Activos</b>	6.033,4	1.899,4	1.006,8	659,3	233,3	121,3	60,5	59,6	301,4	181,9	1.935,5	419,7	40,0	1.014,0
Participaciones en el capital/participac. en fondos de inversión	2.555,2	524,1	363,9	160,0	0,2	41,6	55,1	48,0	199,6	160,3	900,4	241,6	1,1	383,3
Títulos de deuda	3.478,2	1.375,3	642,9	499,3	233,1	79,7	5,4	11,6	101,7	21,6	1.035,1	178,1	39,0	630,7
A corto plazo	509,4	162,3	89,0	72,7	0,6	9,3	1,1	5,1	71,5	6,1	183,7	23,3	2,2	44,7
A largo plazo	2.967,9	1.212,0	553,8	425,7	232,4	70,4	4,3	6,5	30,3	15,5	851,4	154,8	36,7	586,0
<b>Otras inversiones</b>	59,6	-199,7	83,6	-40,2	-243,1	5,2	13,2	29,1	53,6	20,8	88,4	115,9	-209,1	142,2
Activos	4.661,5	1.990,5	1.639,8	334,6	16,2	30,5	68,8	81,7	138,2	274,7	762,1	428,6	36,9	849,4
IFM	2.992,2	1.347,3	1.099,7	245,2	2,4	18,4	48,5	75,3	113,2	159,3	466,0	337,5	6,8	420,1
No IFM	1.673,6	647,6	540,0	93,8	13,8	12,1	20,3	6,5	25,0	115,4	296,0	91,1	30,2	429,3
Pasivos	4.593,9	2.182,3	1.556,2	366,8	259,2	25,3	55,6	52,6	84,6	253,9	673,7	312,7	246,0	707,3
IFM	2.949,1	1.417,3	989,0	322,2	106,0	16,5	26,1	42,8	48,9	184,8	352,5	240,1	112,9	507,3
No IFM	1.657,2	777,4	567,2	57,0	153,2	8,8	29,5	9,9	35,7	69,1	321,2	72,6	133,1	200,0
<b>III 2013 a II 2014</b>														
Transacciones acumuladas de cuatro trimestres														
<b>Inversiones directas</b>	91,1	155,2	120,5	35,1	-0,3	7,6	2,8	-0,6	-24,0	-58,8	-110,6	38,2	0,0	81,3
Activos	272,3	100,3	85,6	14,7	0,1	23,4	10,8	7,1	-15,3	-33,2	38,6	47,0	0,0	93,6
Participaciones en el capital/beneficios reinvertidos	283,9	107,0	76,3	30,7	0,0	31,6	7,5	0,6	-12,7	-45,9	70,6	44,4	0,0	80,8
Instrumentos de deuda	-11,6	-6,6	9,3	-16,0	0,0	-8,2	3,3	6,5	-2,7	12,7	-32,0	2,7	0,0	12,7
Pasivos	181,3	-54,9	-34,9	-20,4	0,4	15,8	8,0	7,8	8,6	25,6	149,2	8,8	0,0	12,3
Participaciones en el capital/beneficios reinvertidos	175,3	-48,4	-25,0	-23,4	0,0	14,6	5,3	0,8	9,4	16,5	128,8	16,2	0,0	31,9
Instrumentos de deuda	6,0	-6,5	-9,9	3,0	0,4	1,2	2,7	6,9	-0,7	9,1	20,3	-7,4	0,0	-19,7
<b>Inversiones de cartera: Activos</b>	348,0	97,4	73,4	9,0	15,0	17,0	4,7	1,6	22,4	14,0	114,7	9,8	5,7	60,8
Participaciones en el capital/participac. en fondos de inversión	171,0	51,2	32,0	19,0	0,2	4,1	3,3	-1,5	21,2	7,3	74,1	1,1	0,0	10,3
Títulos de deuda	177,0	46,2	41,4	-10,0	14,8	12,8	1,4	3,1	1,2	6,7	40,5	8,7	5,7	50,6
A corto plazo	29,8	9,5	17,0	-7,0	-0,5	2,0	0,0	1,8	4,0	1,7	5,5	5,0	1,0	-0,6
A largo plazo	147,2	36,7	24,4	-3,0	15,3	10,8	1,4	1,3	-2,8	5,0	35,1	3,8	4,7	51,2
<b>Otras inversiones</b>	407,4	163,3	168,4	-6,4	1,3	4,8	9,1	14,7	42,0	61,7	34,1	13,5	0,9	63,3
Activos	185,0	-57,0	-65,1	8,0	0,1	7,5	12,1	25,3	48,0	26,5	74,6	39,2	0,9	7,7
IFM	101,3	-77,4	-76,4	-1,4	0,4	0,7	11,7	26,7	45,2	17,9	53,6	31,7	0,8	-9,7
No IFM	83,7	20,4	11,3	9,4	-0,3	6,8	0,4	-1,4	2,8	8,6	21,0	7,6	0,1	17,4
Pasivos	-222,4	-220,2	-233,4	14,4	-1,2	2,7	3,0	10,6	6,0	-35,2	40,5	25,7	0,0	-55,6
IFM	-263,0	-185,5	-194,3	13,7	-4,9	-1,7	-1,3	8,4	4,1	-44,8	22,3	17,7	-4,3	-77,9
No IFM	40,6	-34,8	-39,2	0,7	3,7	4,4	4,3	2,2	1,9	9,6	18,2	8,0	4,3	22,4

Fuente: BCE.

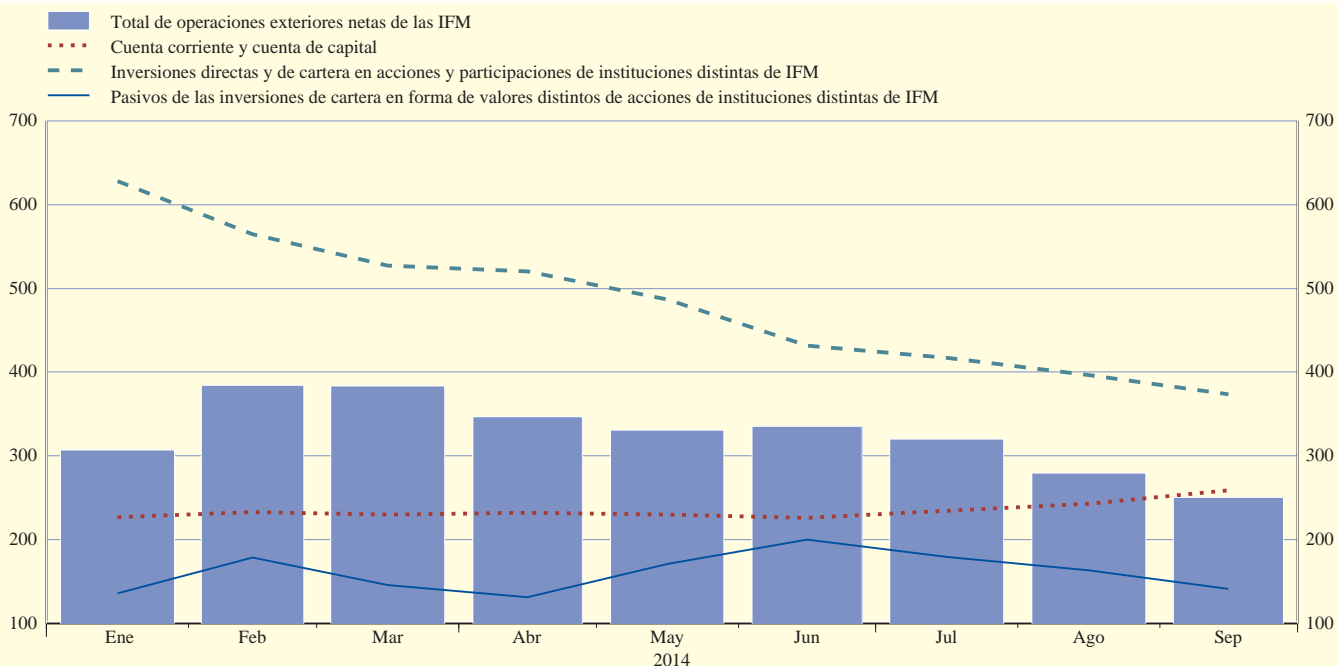
## 7.4 Presentación monetaria de la balanza de pagos <sup>1), 2)</sup>

(mm de euros; transacciones)

	Balanza de pagos: Contrapartidas de las operaciones exteriores netas de las IFM											Derivados financieros	Errores y omisiones
	Total	Cuenta corriente y cuenta de capital	Operaciones de instituciones distintas de IFM										
			Inversiones directas		Inversiones de cartera				Otras inversiones				
			Activos	Pasivos	Activos		Pasivos		Activos	Pasivos			
Participaciones en el capital	Títulos de deuda	Participaciones en el capital			Títulos de deuda								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2011	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
2012	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
2013	348,4	214,3	520,0	459,1	125,0	139,9	195,0	124,1	53,1	-0,7	33,6	228,3	
2013 III	51,7	50,4	72,9	53,4	30,5	30,5	11,2	25,4	-6,2	-7,6	0,5	47,1	
IV	130,0	87,8	214,3	183,5	35,4	16,9	54,7	51,1	-3,8	-45,6	12,4	73,9	
2014 I	70,5	40,7	3,0	-28,5	33,3	44,2	47,6	51,5	103,0	107,1	5,8	41,4	
II	83,0	47,3	-29,2	-31,4	71,5	67,4	90,1	72,1	-9,3	-13,3	15,6	34,1	
III	-33,0	82,7	39,7	23,1	5,3	52,5	42,6	-33,5	-4,0	-4,8	3,4	-46,2	
2013 Sep	-2,9	15,1	25,7	9,4	18,1	14,4	7,1	15,9	5,0	1,3	1,9	13,5	
Oct	29,4	24,3	168,9	174,1	10,7	2,3	11,7	6,0	-5,3	-14,2	4,5	8,7	
Nov	36,3	28,7	29,3	11,4	8,1	9,0	24,5	46,0	18,1	-9,3	4,4	4,0	
Dic	64,3	34,8	16,2	-2,0	16,6	5,7	18,5	-0,9	-16,6	-22,0	3,5	61,2	
2014 Ene	-3,5	2,2	24,8	24,0	8,7	9,3	7,3	31,8	22,5	19,2	0,1	-22,5	
Feb	49,8	12,1	-23,5	-33,3	12,9	18,1	21,3	52,3	20,0	31,8	2,6	-4,4	
Mar	24,1	26,4	1,7	-19,2	11,7	16,9	19,0	-32,6	60,4	56,1	3,2	68,2	
Abr	-26,8	16,7	29,2	11,1	32,3	28,4	13,1	23,6	-8,2	16,5	5,5	-20,5	
May	45,4	7,9	-16,4	-12,8	22,0	9,3	26,2	64,2	-1,5	-10,1	9,7	-7,0	
Jun	64,5	22,8	-42,0	-29,7	17,1	29,7	50,8	-15,7	0,4	-19,7	0,5	61,6	
Jul	6,2	33,4	4,9	-0,8	8,9	5,6	25,4	-10,0	-0,7	9,7	-0,7	-33,6	
Ago	-7,6	18,2	6,9	14,3	3,9	17,4	9,3	-17,8	0,9	2,7	-3,0	-8,2	
Sep	-31,5	31,1	27,8	9,6	-7,5	29,5	7,9	-5,8	-4,2	-17,2	7,0	-4,4	
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>													
2013 Sep	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
2014 Sep	250,5	258,5	227,8	146,7	145,4	181,1	234,9	141,2	85,9	43,5	37,3	103,1	

## G40 Balanza de pagos: Principales contrapartidas de las operaciones exteriores netas de las IFM <sup>2)</sup>

(mm de euros; transacciones acumuladas de 12 meses)



Fuente: BCE.

1) Se espera que los datos correspondientes a los períodos de referencia anteriores al año 2013 estén disponibles en el primer trimestre de 2015.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, veáanse las Notas Generales

## 7.5 Comercio exterior de bienes<sup>1)</sup>

### 1. Comercio en términos nominales y reales por grupos de productos<sup>2)</sup>

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Expor- taciones	Impor- taciones	Total			Pro memoria: Manufacturas	Total			Pro memoria:			
			Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2011	13,0	13,3	1.748,9	881,0	353,2	474,6	1.432,6	1.766,5	1.130,4	241,4	369,4	1.110,8	323,3
2012	7,6	1,8	1.880,4	934,3	386,5	516,7	1.523,4	1.794,4	1.152,2	243,4	373,0	1.090,2	360,8
2013	1,0	-2,9	1.895,8	933,0	385,0	531,9	1.537,8	1.742,3	1.100,8	237,3	374,6	1.077,5	337,4
2013 III	0,2	-1,6	472,1	231,9	95,2	133,7	383,8	437,8	276,1	60,7	94,5	270,5	84,5
IV	1,0	-2,1	473,7	231,7	96,1	133,6	386,3	431,7	269,2	58,3	96,0	271,3	81,3
2014 I	1,2	0,1	479,5	235,0	95,5	136,8	389,6	436,9	272,0	60,7	96,3	277,7	78,9
II	0,7	0,1	480,0	234,2	96,0	137,3	395,0	436,9	270,4	60,5	98,5	280,3	78,0
III	2,9	0,1	483,5	.	.	.	395,3	437,6	.	.	.	283,3	.
2014 Jul	2,8	0,6	160,4	78,0	31,9	46,4	131,8	147,6	91,2	20,3	33,1	95,9	26,2
Ago	-3,2	-4,5	158,2	77,6	30,5	44,7	128,6	142,8	87,6	19,4	32,8	91,6	25,2
Sep	8,5	3,9	164,9	.	.	.	134,9	147,1	.	.	.	95,9	.
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual para las columnas 1 y 2)													
2011	7,7	3,3	108,2	107,5	111,0	107,8	108,9	103,1	103,7	103,3	101,1	104,7	98,1
2012	3,5	-3,2	111,9	110,2	117,1	111,7	112,0	99,5	100,8	98,0	96,8	98,9	99,6
2013	1,6	-0,4	113,4	111,7	115,6	114,7	113,1	99,2	100,2	95,7	97,2	98,5	98,3
2013 II	1,8	-1,1	113,2	111,1	116,3	113,7	112,8	99,0	100,9	94,0	95,4	97,5	100,9
III	2,0	2,0	113,4	111,8	114,3	115,7	113,3	99,8	100,6	98,2	98,0	99,1	98,3
IV	2,1	1,4	113,5	111,8	115,4	114,3	113,3	99,5	99,7	95,7	99,7	99,9	96,0
2014 I	1,6	2,5	115,0	113,4	114,8	117,3	114,3	100,8	101,2	98,1	99,9	102,0	94,4
II	0,8	2,2	114,9	113,2	114,2	117,6	115,8	101,8	101,9	98,3	102,5	103,5	94,3
2014 Jun	2,5	3,7	113,8	111,8	112,2	115,4	114,2	101,8	101,1	100,8	102,6	103,7	90,4
Jul	1,0	1,8	114,1	112,3	113,6	117,3	114,7	103,1	102,7	102,6	102,2	106,0	93,4
Ago	-4,6	-2,8	112,5	111,1	108,4	113,4	111,7	99,6	99,5	94,0	100,2	99,7	93,6

### 2. Precios<sup>3)</sup>

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales de exportación (FOB) <sup>4)</sup>							Precios industriales de importación (CIF)						
	Total (índice: 2010 = 100)	Total				Manufac- turas	Total (índice: 2010 = 100)	Total				Manufac- turas		
		Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			Bienes intermedios	Bienes de capital	Bienes de consumo	Energía			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% del total	100,0	100,0	30,1	42,0	18,5	9,4	96,4	100,0	100,0	29,0	25,4	23,3	22,4	80,4
2011	103,7	3,7	5,3	1,1	1,7	22,5	3,5	107,6	7,5	4,1	-1,5	3,6	27,4	2,9
2012	106,1	2,2	0,9	1,8	2,3	9,4	2,2	111,2	3,4	0,2	1,6	3,2	8,1	2,1
2013	105,0	-1,0	-1,5	-0,2	0,8	-7,9	-0,9	108,2	-2,7	-2,4	-1,9	0,0	-5,5	-1,7
2013 III	105,0	-1,4	-1,8	-0,6	0,5	-9,3	-1,3	108,1	-3,3	-3,2	-2,6	-0,8	-5,3	-2,5
IV	104,3	-1,4	-2,1	-0,4	0,4	-8,2	-1,3	106,8	-3,2	-3,1	-2,1	-0,8	-5,5	-2,3
2014 I	104,1	-1,6	-1,8	-0,3	-0,1	-9,3	-1,3	106,0	-3,6	-3,0	-2,3	-0,4	-7,3	-2,2
II	104,3	-0,8	-1,3	-0,3	0,0	-1,7	-0,7	105,4	-2,3	-2,8	-2,7	-0,6	-2,2	-2,0
III	104,6	-0,4	-0,3	0,4	0,2	-5,5	-0,2	105,3	-2,6	-0,7	-1,2	0,1	-7,5	-0,7
2014 Jul	104,6	-0,4	-0,5	0,2	0,3	-4,2	-0,3	105,5	-2,3	-1,3	-1,6	-0,5	-4,9	-1,1
Ago	104,5	-0,5	-0,3	0,3	0,2	-6,8	-0,3	105,1	-2,8	-0,6	-1,4	0,1	-8,0	-0,8
Sep	104,7	-0,2	-0,1	0,6	0,1	-5,6	0,0	105,3	-2,7	-0,1	-0,7	0,7	-9,6	-0,1

Fuente: Eurostat.

- Las diferencias entre bienes de la balanza de pagos del BCE y el comercio de bienes de Eurostat se deben principalmente a definiciones distintas. Mientras que las estadísticas de comercio consideran que una transacción se produce cuando existe un movimiento físico de bienes entre fronteras, el responsable de elaborar la balanza de pagos mide los bienes en función del criterio de traspaso de la propiedad. Para más detalles, véase el cuadro 1 del informe sobre la calidad de las estadísticas de balanza de pagos y de posición de inversión internacional 2009.
- Grupos de productos según la clasificación por destino económico de los bienes. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 2, los bienes intermedios y los bienes de consumo incluyen productos agrícolas y energéticos.
- Grupos de productos según la clasificación por grandes sectores industriales. A diferencia de los grupos de productos que figuran en el cuadro 1, los bienes intermedios y los bienes de consumo no incluyen los productos agrícolas y energéticos. Las manufacturas tienen una composición distinta de la que figura en las columnas 7 y 12 del cuadro 1. Los datos corresponden a índices de precios que recogen la variación del precio de una cesta de productos y no son simples ratios de las cifras relativas al comercio en términos nominales y reales del cuadro 1, que se ven afectadas por cambios en la composición y la calidad de los bienes comerciables. Estos índices difieren de los deflatores del PIB para las exportaciones y las importaciones, que figuran en el cuadro 3 de la sección 5.1, debido principalmente a que estos deflatores se refieren a todos los bienes y servicios, incluido el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro.
- Los precios industriales de exportación se refieren a las transacciones directas entre productores de la zona del euro y clientes de fuera de la zona. A diferencia de las cifras relativas al comercio en términos nominales y reales que figuran en el cuadro 1, aquí no están incluidas las exportaciones de los mayoristas ni las reexportaciones.



**7.5 Comercio exterior de bienes**

(mm de euros; salvo indicación en contrario; datos desestacionalizados)

**3. Detalle por área geográfica**

	Total	Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro			Rusia	Suiza	Turquía	Estados Unidos	Asia		África	América Latina	Otros países	
		Total	Reino Unido	Otros países de la UE					China	Japón				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Exportaciones (fob)</b>														
2011	1.748,9	557,1	214,4	342,7	81,7	109,2	57,0	201,7	408,5	115,9	39,6	112,8	84,9	135,5
2012	1.880,4	573,2	230,0	343,1	92,2	116,3	59,5	223,7	440,7	120,7	44,6	126,5	97,4	151,1
2013	1.895,8	589,5	239,3	350,2	88,4	110,3	60,2	222,4	443,2	121,9	43,9	129,3	97,6	154,3
2013 III	472,1	148,0	59,8	88,1	21,6	27,7	14,7	55,3	109,9	31,0	11,1	31,8	24,7	38,2
IV	473,7	151,6	62,0	89,6	20,6	27,3	14,5	56,0	112,1	31,3	11,0	30,9	23,4	37,3
2014 I	479,5	154,6	63,3	91,4	20,2	26,9	14,6	57,9	112,3	32,0	11,0	33,1	23,5	35,9
II	480,0	154,8	63,2	91,7	19,5	27,4	14,0	59,3	113,6	32,3	10,6	32,6	22,7	36,0
III	483,5	157,3	.	.	18,5	28,1	14,0	60,6	116,1	33,4	10,8	31,7	22,5	.
2014 Jul	160,4	53,0	21,4	31,6	6,4	9,3	4,5	19,5	38,6	11,1	3,6	10,3	7,4	11,3
Ago	158,2	51,5	21,1	30,5	5,9	9,4	4,7	19,6	37,6	10,7	3,6	10,3	7,5	11,6
Sep	164,9	52,7	.	.	6,2	9,4	4,7	21,5	39,8	11,6	3,7	11,1	7,6	.
<i>Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del total de exportaciones</i>														
2013 Sep	100,0	30,7	12,4	18,3	4,8	5,9	3,2	11,6	23,4	6,3	2,3	6,9	5,2	8,2
2014 Sep	100,0	32,3	.	.	4,1	5,7	3,0	12,2	23,7	6,7	2,3	6,7	4,8	.
<b>Importaciones (cif)</b>														
2011	1.766,5	483,2	167,5	315,7	139,6	82,2	35,1	140,8	556,9	220,1	53,8	129,3	91,4	108,1
2012	1.794,4	482,7	167,5	315,2	144,9	82,3	34,5	151,2	540,7	214,3	49,2	157,5	89,8	111,3
2013	1.742,3	488,9	164,6	324,4	145,9	82,1	36,1	149,2	510,4	204,3	43,6	141,5	80,2	108,1
2013 III	437,8	123,3	41,1	82,2	36,9	20,9	9,0	38,0	127,9	50,8	10,7	34,5	20,1	27,0
IV	431,7	123,0	40,7	82,3	35,5	20,6	9,2	38,4	126,9	50,7	10,9	32,4	19,8	25,9
2014 I	436,9	124,6	40,6	84,0	34,7	21,1	9,3	37,1	130,3	53,6	10,7	32,7	19,5	27,8
II	436,9	125,4	40,7	84,7	33,9	21,5	9,5	37,5	129,4	53,3	10,3	33,0	19,8	27,2
III	437,6	123,9	.	.	31,3	21,1	9,5	39,4	132,0	55,5	10,5	33,8	19,6	.
2014 Jul	147,6	41,8	13,0	28,8	10,6	7,3	3,2	13,0	44,4	18,4	3,6	11,3	6,7	9,8
Ago	142,8	40,4	12,9	27,5	10,6	7,0	3,1	13,1	43,0	18,0	3,5	11,1	6,4	8,1
Sep	147,1	41,7	.	.	10,1	6,8	3,3	13,3	44,7	19,2	3,5	11,5	6,5	.
<i>Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del total de importaciones</i>														
2013 Sep	100,0	27,7	9,5	18,3	8,4	4,7	2,0	8,4	29,3	11,7	2,5	8,5	4,7	6,2
2014 Sep	100,0	28,5	.	.	7,8	4,8	2,2	8,7	29,8	12,2	2,4	7,6	4,5	.
<b>Saldo</b>														
2011	-17,5	73,9	46,9	27,0	-57,8	27,0	21,9	60,8	-148,3	-104,2	-14,2	-16,5	-6,5	27,4
2012	86,0	90,5	62,6	27,9	-52,7	34,1	25,0	72,5	-100,0	-93,6	-4,6	-31,1	7,6	39,8
2013	153,5	100,5	74,7	25,8	-57,5	28,3	24,1	73,2	-67,2	-82,4	0,2	-12,1	17,4	46,2
2013 III	34,3	24,7	18,7	5,9	-15,3	6,8	5,7	17,2	-18,0	-19,8	0,4	-2,7	4,6	11,3
IV	42,0	28,6	21,3	7,3	-14,9	6,7	5,3	17,6	-14,8	-19,4	0,0	-1,5	3,6	11,4
2014 I	42,6	30,1	22,7	7,3	-14,5	5,7	5,4	20,8	-18,0	-21,5	0,4	0,4	4,1	8,1
II	43,0	29,5	22,5	7,0	-14,4	6,0	4,5	21,8	-15,8	-21,0	0,3	-0,4	2,9	8,8
III	45,9	33,4	.	.	-12,8	7,0	4,4	21,2	-16,0	-22,2	0,3	-2,2	3,0	.
2014 Jul	12,8	11,3	8,4	2,8	-4,2	2,0	1,3	6,5	-5,8	-7,3	0,0	-0,9	0,8	1,5
Ago	15,4	11,1	8,2	3,0	-4,6	2,4	1,6	6,5	-5,3	-7,3	0,1	-0,8	1,2	3,5
Sep	17,7	11,1	.	.	-3,9	2,6	1,5	8,2	-4,9	-7,6	0,2	-0,4	1,0	.

Fuente: Eurostat.



## TIPOS DE CAMBIO

### 8.1 Tipos de cambio efectivos <sup>1)</sup>

(medias del período; índice: I 1999 = 100)

	TCE-20						TCE-39		
	Nominal	Real, IPC	Real, IPRI	Real, deflactor del PIB	Real, CLUM <sup>2)</sup>	Real, CLUT	Nominal	Real, IPC	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
2011	103,4	100,7	97,2	95,0	106,6	96,8	112,2	97,6	
2012	97,9	95,6	92,9	89,8	101,8	91,7	107,1	92,9	
2013	101,7	98,9	96,4	93,4	104,8	94,0	112,0	96,2	
2013 III	101,9	99,2	96,6	93,5	106,2	95,4	112,9	96,8	
IV	103,1	100,0	97,5	94,3	101,0	91,2	114,7	97,8	
2014 I	103,9	100,7	97,9	95,4	104,4	96,9	116,6	99,0	
II	103,8	100,1	97,8	95,0	103,6	97,0	116,0	97,9	
III	101,6	97,9	95,7	.	.	.	113,7	95,6	
2013 Nov	102,6	99,5	97,1	-	-	-	114,2	97,3	
Dic	103,9	100,7	98,2	-	-	-	115,8	98,6	
2014 Ene	103,4	100,3	97,5	-	-	-	115,9	98,6	
Feb	103,6	100,4	97,6	-	-	-	116,3	98,8	
Mar	104,6	101,4	98,5	-	-	-	117,5	99,6	
Abr	104,5	101,0	98,5	-	-	-	117,0	98,9	
May	103,8	100,1	97,9	-	-	-	116,1	97,8	
Jun	103,0	99,3	97,1	-	-	-	115,1	96,9	
Jul	102,6	98,8	96,6	-	-	-	114,6	96,4	
Ago	101,9	98,2	96,0	-	-	-	114,0	95,9	
Sep	100,4	96,7	94,6	-	-	-	112,4	94,5	
Oct	99,6	95,7	94,1	-	-	-	111,9	93,8	
Nov	99,5	95,6	94,1	-	-	-	112,1	93,8	
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>								
2014 Nov	0,0	-0,2	0,0	-	-	-	0,2	0,0	
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>								
2014 Nov	-3,0	-4,0	-3,1	-	-	-	-1,8	-3,6	

### G41 Tipos de cambio efectivos

(medias mensuales; índice: I 1999 = 100)

— TCE-20 nominal  
 ..... TCE-20 real deflactado por el IPC



### G42 Tipos de cambio bilaterales

(medias mensuales; índice: I 1999 = 100)

— USD/EUR  
 ..... JPY/EUR  
 - - - GBP/EUR



Fuente: BCE.

1) Véanse las Notas Generales para una definición de los grupos de socios comerciales y otras informaciones.

2) Las series deflactadas por los CLUM solo están disponibles para el grupo de socios comerciales TCE-19.

**8.2 Tipos de cambio bilaterales**

(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Lev búlgaro	Corona checa	Corona danesa	Kuna croata	Litas lituana	Forint húngaro	Zloty polaco	Nuevo leu rumano	Corona sueca	Libra esterlina	Nueva lira turca
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2011	1,9558	24,590	7,4506	7,4390	3,4528	279,37	4,1206	4,2391	9,0298	0,86788	2,3378
2012	1,9558	25,149	7,4437	7,5217	3,4528	289,25	4,1847	4,4593	8,7041	0,81087	2,3135
2013	1,9558	25,980	7,4579	7,5786	3,4528	296,87	4,1975	4,4190	8,6515	0,84926	2,5335
2014 I	1,9558	27,442	7,4625	7,6498	3,4528	307,93	4,1843	4,5023	8,8569	0,82787	3,0372
II	1,9558	27,446	7,4628	7,5992	3,4528	305,91	4,1665	4,4256	9,0517	0,81471	2,8972
III	1,9558	27,619	7,4522	7,6233	3,4528	312,24	4,1747	4,4146	9,2052	0,79378	2,8674
2014 May	1,9558	27,437	7,4641	7,5952	3,4528	304,58	4,1800	4,4237	9,0298	0,81535	2,8736
Jun	1,9558	27,450	7,4588	7,5770	3,4528	305,87	4,1352	4,3930	9,0914	0,80409	2,8808
Jul	1,9558	27,458	7,4564	7,6146	3,4528	309,81	4,1444	4,4098	9,2327	0,79310	2,8699
Ago	1,9558	27,816	7,4551	7,6326	3,4528	313,91	4,1919	4,4252	9,1878	0,79730	2,8784
Sep	1,9558	27,599	7,4449	7,6236	3,4528	313,20	4,1899	4,4095	9,1929	0,79113	2,8543
Oct	1,9558	27,588	7,4448	7,6573	3,4528	307,85	4,2066	4,4153	9,1797	0,78861	2,8577
Nov	1,9558	27,667	7,4415	7,6700	3,4528	306,89	4,2121	4,4288	9,2384	0,79054	2,7885
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2014 Nov	0,0	0,3	0,0	0,2	0,0	-0,3	0,1	0,3	0,6	0,2	-2,4
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2014 Nov	0,0	2,7	-0,2	0,5	0,0	3,1	0,6	-0,4	4,0	-5,6	2,1
	Dólar australiano	Real brasileño	Dólar canadiense	Yuan renminbi chino	Dólar de Hong Kong	Rupia india	Rupia indonesia	Shequel israelí	Yen japonés	Ringgit malasio	
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
2011	1,3484	2,3265	1,3761	8,9960	10,8362	64,8859	12,206,51	4,9775	110,96	4,2558	
2012	1,2407	2,5084	1,2842	8,1052	9,9663	68,5973	12,045,73	4,9536	102,49	3,9672	
2013	1,3777	2,8687	1,3684	8,1646	10,3016	77,9300	13,857,50	4,7948	129,66	4,1855	
2014 I	1,5275	3,2400	1,5107	8,3576	10,6287	84,5794	16,179,21	4,7892	140,80	4,5184	
II	1,4699	3,0583	1,4950	8,5438	10,6297	81,9776	15,935,34	4,7517	140,00	4,4352	
III	1,4326	3,0137	1,4422	8,1734	10,2746	80,3183	15,588,03	4,6593	137,75	4,2323	
2014 May	1,4755	3,0512	1,4951	8,5658	10,6456	81,4318	15,830,12	4,7600	139,74	4,4337	
Jun	1,4517	3,0388	1,4728	8,4698	10,5365	81,2046	16,167,87	4,6966	138,72	4,3760	
Jul	1,4420	3,0109	1,4524	8,3940	10,4935	81,3058	15,789,65	4,6325	137,72	4,3100	
Ago	1,4306	3,0219	1,4548	8,1965	10,3207	81,0709	15,603,10	4,6569	137,11	4,2310	
Sep	1,4246	3,0089	1,4196	7,9207	10,0019	78,5676	15,362,85	4,6896	138,39	4,1522	
Oct	1,4436	3,1018	1,4214	7,7635	9,8309	77,7896	15,389,80	4,7249	136,85	4,1436	
Nov	1,4432	3,1829	1,4136	7,6411	9,6716	76,9566	15,177,15	4,7783	145,03	4,1747	
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2014 Nov	0,0	2,6	-0,5	-1,6	-1,6	-1,1	-1,4	1,1	6,0	0,8	
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2014 Nov	-0,3	2,8	-0,1	-7,1	-7,5	-8,9	-2,6	0,2	7,5	-3,3	
	Peso mexicano	Dólar neozelandés	Corona noruega	Peso filipino	Rublo ruso	Dólar singapurense	Rand sudafricano	Won surcoreano	Franco suizo	Baht tailandés	Dólar estadounidense
	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32
2011	17,2877	1,7600	7,7934	60,260	40,8846	1,7489	10,0970	1,541,23	1,2326	42,429	1,3920
2012	16,9029	1,5867	7,4751	54,246	39,9262	1,6055	10,5511	1,447,69	1,2053	39,928	1,2848
2013	16,9641	1,6206	7,8067	56,428	42,3370	1,6619	12,8330	1,453,91	1,2311	40,830	1,3281
2014 I	18,1299	1,6371	8,3471	61,468	48,0425	1,7379	14,8866	1,465,34	1,2237	44,722	1,3696
II	17,8171	1,5923	8,2049	60,464	47,9415	1,7178	14,4616	1,410,80	1,2192	44,510	1,3711
III	17,3879	1,5731	8,2754	58,073	48,0583	1,6584	14,2700	1,361,10	1,2115	42,563	1,3256
2014 May	17,7620	1,5957	8,1513	60,258	47,8403	1,7189	14,2995	1,407,13	1,2204	44,686	1,3732
Jun	17,6516	1,5769	8,2149	59,543	46,7509	1,7008	14,5094	1,385,45	1,2181	44,195	1,3592
Jul	17,5834	1,5578	8,3880	58,844	46,9984	1,6825	14,4366	1,382,29	1,2150	43,470	1,3539
Ago	17,5051	1,5783	8,2522	58,320	48,1781	1,6622	14,2052	1,364,17	1,2118	42,644	1,3316
Sep	17,0717	1,5841	8,1798	57,033	49,0519	1,6295	14,1578	1,336,02	1,2076	41,536	1,2901
Oct	17,0713	1,6090	8,3136	56,807	51,9380	1,6154	14,0266	1,345,25	1,2078	41,139	1,2673
Nov	16,9850	1,5928	8,4912	56,101	57,5193	1,6173	13,8359	1,370,36	1,2027	40,908	1,2472
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2014 Nov	-0,5	-1,0	2,1	-1,2	10,7	0,1	-1,4	1,9	-0,4	-0,6	-1,6
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2014 Nov	-3,7	-2,4	3,5	-4,6	30,3	-3,9	0,5	-4,4	-2,3	-4,2	-7,6

Fuente: BCE.



## EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

### 9.1 Evolución económica y financiera en otros Estados miembros de la UE

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Bulgaria	República Checa	Dinamarca	Croacia	Lituania	Hungría	Polonia	Rumanía	Suecia	Reino Unido
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>IAPC</b>										
2012	2,4	3,5	2,4	3,4	3,2	5,7	3,7	3,4	0,9	2,8
2013	0,4	1,4	0,5	2,3	1,2	1,7	0,8	3,2	0,4	2,6
2014 II	-1,6	0,2	0,4	0,3	0,2	-0,1	0,3	1,3	0,3	1,7
2014 III	-1,2	0,7	0,4	0,3	0,3	0,1	-0,1	1,5	0,2	1,5
2014 Ago	-1,0	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,1	1,3	0,2	1,5
Sep	-1,4	0,8	0,3	0,2	0,0	-0,5	-0,2	1,8	0,0	1,2
Oct	-1,5	0,7	0,3	0,5	0,3	-0,3	-0,3	1,8	0,3	1,3
<b>Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP en porcentaje del PIB</b>										
2011	-2,0	-2,9	-2,1	-7,7	-9,0	-5,5	-4,9	-5,5	-0,1	-7,6
2012	-0,5	-4,0	-3,9	-5,6	-3,2	-2,3	-3,7	-3,0	-0,9	-8,3
2013	-1,2	-1,3	-0,7	-5,2	-2,6	-2,4	-4,0	-2,2	-1,3	-5,8
<b>Deuda bruta de las AAPP en porcentaje del PIB</b>										
2011	15,7	41,0	46,4	59,9	37,3	81,0	54,8	34,2	36,1	81,9
2012	18,0	45,5	45,6	64,4	39,9	78,5	54,4	37,3	36,4	85,8
2013	18,3	45,7	45,0	75,7	39,0	77,3	55,7	37,9	38,6	87,2
<b>Rendimientos de la deuda pública a largo plazo en porcentaje; media del período</b>										
2014 May	3,18	1,73	1,47	4,31	2,98	5,01	3,80	4,72	1,88	2,27
Jun	3,11	1,55	1,38	3,94	2,92	4,50	3,54	4,48	1,80	2,35
Jul	3,38	1,49	1,24	3,72	2,90	4,33	3,34	4,16	1,60	2,31
Ago	3,41	1,38	1,07	3,68	2,61	4,73	3,36	4,21	1,53	2,12
Sep	3,26	1,21	0,96	3,57	2,42	4,59	3,10	4,09	1,51	2,08
Oct	3,31	1,10	1,13	3,54	2,27	4,21	2,72	3,90	1,30	1,82
<b>Tipo de interés a tres meses en porcentaje; media del período</b>										
2014 May	0,83	0,37	0,35	0,87	0,41	2,55	2,72	2,62	0,92	0,53
Jun	0,81	0,35	0,36	0,89	0,38	2,50	2,69	2,24	0,85	0,54
Jul	0,76	0,35	0,38	0,87	0,35	2,29	2,68	1,97	0,52	0,56
Ago	0,72	0,35	0,37	1,01	0,33	2,06	2,65	1,92	0,52	0,56
Sep	0,70	0,35	0,29	1,16	0,24	1,98	2,45	2,52	0,48	0,56
Oct	0,69	0,35	0,30	1,14	0,19	1,91	2,07	2,40	0,40	0,56
<b>PIB real</b>										
2012	0,5	-0,8	-0,8	-2,2	3,8	-1,5	1,8	0,6	-0,3	0,7
2013	1,1	-0,7	-0,1	-0,9	3,3	1,5	1,7	3,5	1,3	1,7
2014 I	1,5	2,6	0,6	-0,4	3,4	3,5	3,5	4,0	1,6	2,9
II	1,8	2,3	1,1	-1,0	3,3	3,6	3,4	2,2	2,4	3,2
III	1,5	2,4	0,3	.	2,6	3,1	3,4	3,0	2,1	3,0
<b>Cuenta corriente y de capital en porcentaje del PIB <sup>1)</sup></b>										
2012	.	-0,2	5,5	0,2	1,8	4,4	-1,4	-3,1	5,6	-3,7
2013	3,7	-0,1	7,1	1,3	4,6	7,7	0,9	1,3	6,4	-4,3
2013 IV	-2,1	0,4	8,3	-6,7	9,2	8,7	1,2	1,0	5,4	-4,5
2014 I	-0,3	10,0	3,5	-16,0	1,9	7,4	0,1	5,2	6,6	-4,2
II	3,1	-2,7	6,4	.	5,4	6,2	3,1	0,9	4,8	-4,8
<b>Deuda externa bruta en porcentaje del PIB <sup>1)</sup></b>										
2012	.	60,1	177,7	102,7	77,8	158,2	72,3	.	187,4	.
2013	94,5	62,8	174,5	105,3	69,7	144,8	70,0	.	182,1	.
2013 IV	94,5	62,9	174,5	105,3	69,7	144,8	70,0	.	182,1	.
2014 I	93,4	64,6	170,0	107,5	70,2	144,1	69,5	.	191,7	.
II	93,0	66,7	168,3	.	69,6	145,5	70,6	.	191,7	.
<b>Costes laborales unitarios <sup>2)</sup></b>										
2012	4,5	2,6	1,9	-0,2	2,2	3,5	1,5	2,5	4,1	2,4
2013	7,2	0,5	1,5	1,4	3,0	0,8	0,1	4,5	1,3	1,5
2014 I	-0,3	1,3	1,4	-5,5	4,9	2,9	-3,3	0,9	1,6	0,9
II	-1,3	1,1	0,8	.	4,3	2,1	-3,4	0,1	2,0	-0,8
III	.	-0,1	1,7	.	3,4	2,9	.	.	2,0	-0,2
<b>Tasa de paro normalizada en porcentaje de la población activa (d.)</b>										
2012	12,3	7,0	7,5	16,1	13,4	10,9	10,1	6,9	8,0	7,9
2013	12,9	7,0	7,0	17,3	11,8	10,2	10,4	7,0	8,0	7,6
2014 II	11,5	6,2	6,5	16,9	11,4	8,0	9,2	6,9	8,0	6,3
III	11,2	5,9	6,5	16,3	9,9	7,5	8,6	6,8	7,8	.
2014 Ago	11,2	6,3	6,5	16,4	9,8	7,5	8,6	6,8	8,0	5,9
Sep	11,2	5,7	6,5	16,1	9,7	7,3	8,5	6,7	7,8	.
Oct	11,1	5,7	6,4	16,0	9,9	.	8,3	6,7	8,1	.

Fuentes: BCE, Comisión Europea (D.G. de Asuntos Económicos y Financieros y Eurostat); datos nacionales, Thomson Reuters y cálculos del BCE.

1) Datos para Croacia de conformidad con el MBP5.

2) Datos para Croacia y Polonia de conformidad con el SEC 95.

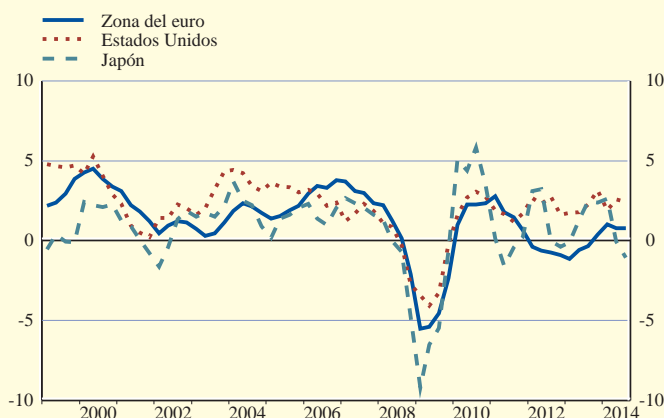
## 9.2 Evolución económica y financiera en Estados Unidos y Japón

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Índice de precios de consumo	Costes laborales unitarios <sup>1)</sup>	PIB a precios constantes	Índice de producción industrial (manufacturas)	Tasa de desempleo en % de la población activa (d.) <sup>2)</sup>	Agregado monetario amplio <sup>3)</sup>	Tipo de los depósitos interbancarios a 3 meses <sup>4)</sup>	Rendimiento de la deuda pública a 10 años (cupón cero); <sup>5)</sup> fin de período	Tipo de cambio en moneda nacional por euro <sup>5)</sup>	Déficit (-)/superávit (+) de las Administraciones Públicas en % del PIB <sup>6)</sup>	Deuda de las Administraciones Públicas en % del PIB <sup>6)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Estados Unidos											
2010	1,6	-1,3	2,5	6,6	9,6	2,5	0,34	3,57	1,3257	-12,2	79,2
2011	3,2	2,1	1,6	3,6	8,9	7,3	0,34	2,10	1,3920	-10,7	83,1
2012	2,1	1,7	2,3	4,4	8,1	8,6	0,43	1,88	1,2848	-9,0	86,5
2013	1,5	0,3	2,2	2,9	7,4	6,7	0,27	3,27	1,3281	-5,7	87,8
2013 III	1,6	1,2	2,3	2,7	7,2	6,5	0,26	2,91	1,3242	-6,3	86,6
IV	1,2	-2,0	3,1	3,2	7,0	6,0	0,24	3,27	1,3610	-4,9	87,8
2014 I	1,4	2,5	1,9	2,3	6,7	6,0	0,24	2,97	1,3696	-5,0	88,6
II	2,1	1,5	2,6	3,8	6,2	6,5	0,23	2,74	1,3711	-5,1	.
III	1,8	2,4	2,4	4,4	6,1	6,4	0,23	2,73	1,3256	.	.
2014 Jul	2,0	-	-	5,2	6,2	6,6	0,23	2,80	1,3539	-	-
Ago	1,7	-	-	4,1	6,1	6,4	0,23	2,58	1,3316	-	-
Sep	1,7	-	-	4,0	5,9	6,3	0,23	2,73	1,2901	-	-
Oct	1,7	-	-	3,7	5,8	5,6	0,23	2,56	1,2673	-	-
Nov	.	-	-	.	.	.	0,23	2,36	1,2472	-	-
Japón											
2010	-0,7	-4,8	4,7	15,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	-8,3	186,7
2011	-0,3	0,8	-0,4	-2,8	4,6	2,7	0,19	1,00	110,96	-8,8	202,9
2012	0,0	-1,4	1,5	0,6	4,3	2,5	0,19	0,84	102,49	-8,7	211,0
2013	0,4	-0,8	1,5	-0,8	4,0	3,6	0,15	0,95	129,66	.	.
2013 III	0,9	-1,9	2,5	2,2	4,0	3,8	0,15	0,88	131,02	.	.
IV	1,4	-0,9	2,4	5,9	3,9	4,3	0,14	0,95	136,48	.	.
2014 I	1,5	-2,1	2,6	8,3	3,6	3,9	0,14	0,84	140,80	.	.
II	3,6	1,7	-0,1	2,6	3,6	3,2	0,13	0,72	140,00	.	.
III	3,3	.	-1,1	-1,0	3,6	3,0	0,13	0,66	137,75	.	.
2014 Jul	3,4	-	-	-0,7	3,8	3,0	0,13	0,67	137,72	-	-
Ago	3,3	-	-	-3,3	3,5	3,0	0,13	0,62	137,11	-	-
Sep	3,2	-	-	0,8	3,6	3,1	0,12	0,66	138,39	-	-
Oct	2,9	-	-	-1,1	.	3,2	0,11	0,60	136,85	-	-
Nov	.	-	-	.	.	.	0,11	0,59	145,03	-	-

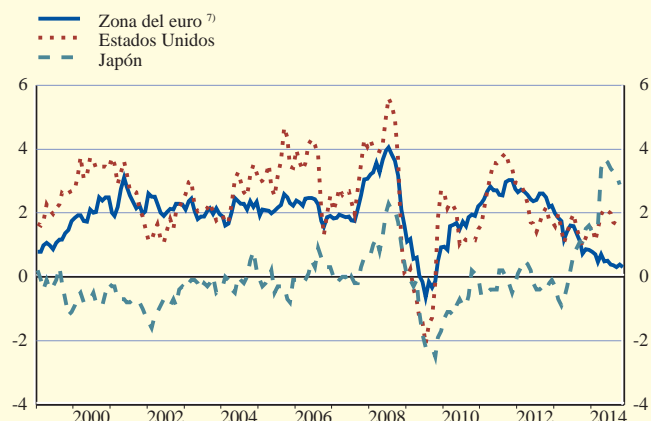
### G43 Producto interior bruto a precios constantes

(tasas de variación interanual; datos trimestrales)



### G44 Índices de precios de consumo

(tasas de variación interanual; datos mensuales)



Fuentes: Datos nacionales [columnas 1, 2 (Estados Unidos), 3, 4, 5 (Estados Unidos), 6, 9 y 10]; OCDE [columna 2 (Japón)]; Eurostat [columna 5 (Japón)]; datos de la zona del euro en el gráfico; Thomson Reuters (columnas 7 y 8) y cálculos del BCE (columna 11).

- Datos desestacionalizados. Los correspondientes a Estados Unidos se refieren al sector privado no agrícola.
- Los datos de marzo a agosto de 2011 relativos a Japón incluyen estimaciones para las tres prefecturas que se vieron más afectadas por el terremoto. La recogida de datos se restableció en septiembre de 2011.
- Medias del período; M2 para Estados Unidos y M2 + certificados de depósito para Japón.
- En porcentaje. Para más información sobre el tipo de interés de los depósitos interbancarios a tres meses, véase la sección 4.6.
- Para más información, véase la sección 8.2.
- La deuda de las Administraciones Públicas se compone de depósitos, valores distintos de acciones y préstamos vivos y a su valor nominal, y está consolidada dentro del sector de Administraciones Públicas (fin de período).
- Los datos de los índices de precios de consumo corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Para más información, véanse las Notas Generales.



## LISTA DE GRÁFICOS

G1	Agregados monetarios	S12
G2	Contrapartidas	S12
G3	Componentes de los agregados monetarios	S13
G4	Componentes de los pasivos financieros a más largo plazo	S13
G5	Préstamos a otros intermediarios financieros y sociedades no financieras	S14
G6	Préstamos a hogares	S14
G7	Préstamos a las AAPP	S16
G8	Préstamos a no residentes en la zona del euro	S16
G9	Depósitos de empresas de seguros y fondos de pensiones	S17
G10	Depósitos de otros intermediarios financieros	S17
G11	Depósitos de sociedades no financieras	S18
G12	Depósitos de hogares	S18
G13	Depósitos de las AAPP y de no residentes en la zona del euro	S19
G14	Detalle de los valores en poder de las IFM	S20
G15	Deuda y patrimonio neto de los hogares	S33
G16	Deuda y apalancamiento de las sociedades no financieras	S33
G17	Saldo vivo total y emisiones brutas de valores representativos de deuda por residentes en la zona del euro	S34
G18	Emisiones netas de valores representativos de deuda: desestacionalizadas y sin desestacionalizar	S36
G19	Tasas de crecimiento interanual de los valores representativos de deuda a largo plazo por sector emisor en todas las monedas	S37
G20	Tasas de crecimiento interanual de los valores representativos de deuda a corto plazo por sector emisor en todas las monedas	S38
G21	Tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro	S39
G22	Emisiones brutas de acciones cotizadas por sector emisor	S40
G23	Nuevos depósitos a plazo	S42
G24	Nuevos préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial	S42
G25	Tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro	S43
G26	Tipos a tres meses del mercado monetario	S43
G27	Curvas de tipos al contado de la zona del euro	S44
G28	Tipos al contado y diferenciales de la zona del euro	S44
G29	Índice Dow Jones EURO STOXX amplio, Standard & Poor's 500 y Nikkei 225	S45
G30	Empleo – personas ocupadas y horas trabajadas	S54
G31	Desempleo y tasas de vacantes	S54
G32	Deuda por instrumento financiero	S56
G33	Deuda por sector tenedor	S56
G34	Variación de la deuda	S57
G35	Saldo vivo de activos y pasivos públicos	S57
G36	Balanza de pagos de la zona del euro: cuenta corriente	S60
G37	Balanza de pagos de la zona del euro: inversiones directas y de cartera	S60
G38	Posición de inversión internacional de la zona del euro	S64
G39	Posición de inversiones directas y de cartera de la zona del euro	S64
G40	Balanza de pagos: Principales rúbricas que reflejan la evolución de las operaciones exteriores netas de las IFM	S69
G41	Tipos de cambio efectivos	S72
G42	Tipos de cambio bilaterales	S72
G43	Producto interior bruto a precios constantes	S75
G44	Índices de precios de consumo	S75



## NOTAS TÉCNICAS

### PANORÁMICA GENERAL DE LA ZONA DEL EURO

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LA EVOLUCIÓN MONETARIA

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

$$\text{a) } \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde  $I_t$  es el índice de saldos ajustados del mes  $t$  (véase también más abajo). Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes  $t$  se calcula como:

$$\text{b) } \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

### SECCIÓN 1.3

#### CÁLCULO DE LOS TIPOS DE INTERÉS DE LAS OPERACIONES DE FINANCIACIÓN A PLAZO MÁS LARGO INDEXADAS

El tipo de interés de una operación de financiación a plazo más largo (OPFML) indexada es igual a la media de los tipos mínimos de puja de las operaciones principales de financiación (OPF) durante el período de vigencia de esa OPFML. Según esta definición, si una OPFML está viva durante  $D$  días y los tipos mínimos de puja de las OPF son  $R_{1,MRO}$  (durante  $D_1$  días),  $R_{2,MRO}$  (durante  $D_2$  días), etc., hasta  $R_{i,MRO}$  (durante  $D_i$  días), donde  $D_1 + D_2 + \dots + D_i = D$ , el tipo anualizado aplicable ( $R_{LTRO}$ ) se calcula como:

$$\text{c) } R_{LTRO} = \frac{D_1 R_{1,MRO} + D_2 R_{2,MRO} + \dots + D_i R_{i,MRO}}{D}$$

### SECCIONES 2.1 A 2.6

#### CÁLCULO DE LAS OPERACIONES

Las operaciones mensuales se calculan a partir de las diferencias mensuales de los saldos ajustados por reclasificaciones, otras revalorizaciones, variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones.

Si  $L_t$  representa el saldo vivo a fin del mes  $t$ ;  $C_t^M$ , el ajuste por reclasificaciones en el mes  $t$ ;  $E_t^M$ , el ajuste por variaciones del tipo de cambio, y  $V_t^M$ , otros ajustes por revalorizaciones, las operaciones  $F_t^M$  del mes  $t$  se definen como:

$$\text{d) } F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$



Del mismo modo, las operaciones trimestrales  $F_t^Q$  del trimestre que finaliza en el mes  $t$  se definen como:

$$e) \quad F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

donde  $L_{t-3}$  es el saldo vivo a fin del mes  $t-3$  (el final del trimestre anterior) y, por ejemplo,  $C_t^Q$  es el ajuste por reclasificaciones en el trimestre que termina en el mes  $t$ .

En el caso de las series trimestrales para las que ahora se dispone de datos mensuales (véase más abajo), las operaciones trimestrales pueden calcularse como la suma de las operaciones mensuales de los tres meses del trimestre.

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES MENSUALES

Las tasas de crecimiento se pueden calcular a partir de las operaciones o del índice de saldos ajustados. Si  $F_t^M$  y  $L_t$  se definen como se ha indicado más arriba, el índice  $I_t$  de saldos ajustados del mes  $t$  queda definido como:

$$f) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Actualmente, la base del índice (de las series sin desestacionalizar) es igual a 100 en diciembre de 2010. Las series temporales del índice de saldos ajustados están disponibles en el apartado «Monetary and financial statistics», de la sección «Statistics», del sitio web del BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)).

La tasa de crecimiento interanual  $a_t$  del mes  $t$  —es decir, la variación en los 12 meses que finalizan en el mes  $t$ — se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$g) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{F_{t-1-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$h) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo indicación en contrario, las tasas de crecimiento interanual corresponden al final del período indicado. Por ejemplo, la tasa de variación interanual para el año 2002 se calcula en la fórmula h) dividiendo el índice de diciembre de 2002 por el índice de diciembre de 2001.

Las tasas de crecimiento para períodos inferiores al anual pueden obtenerse adaptando la fórmula h). Por ejemplo, la tasa de crecimiento intermensual  $a_t^M$  se puede calcular como:

$$i) \quad a_t^M = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Por último, la media móvil de tres meses centrada de la tasa de crecimiento interanual de M3 se calcula como  $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ , donde  $a_t$  se define igual que en las fórmulas g) o h).

### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES

Si  $F_t^Q$  y  $L_{t-3}$  se definen como se ha indicado más arriba, el índice  $I_t$  de saldos ajustados del trimestre que finaliza en el mes  $t$  queda definido como:

$$j) \quad I_t = I_{t-3} \times \left( 1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

La tasa de crecimiento interanual de los cuatro trimestres que terminan en el mes  $t$ , es decir,  $a_t$ , se puede calcular utilizando la fórmula h).

### DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS MONETARIAS DE LA ZONA DEL EURO<sup>1</sup>

El procedimiento se basa en una descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA<sup>2</sup>. La desestacionalización puede incluir ajustes por día de la semana  $y$ , en el caso de algunas series, se lleva a cabo indirectamente mediante una combinación lineal de los componentes. Este es el caso de M3, que se obtiene agregando las series desestacionalizadas de M1, M2 menos M1, y M3 menos M2.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican, en primer lugar, al índice de saldos ajustados<sup>3</sup>. Las estimaciones de los factores estacionales resultantes se aplican posteriormente a los saldos y a los ajustes que se deriven de las reclasificaciones y las revalorizaciones, que, a su vez, producen operaciones desestacionalizadas. Los factores estacionales y efectos de calendario se revisan anualmente o cuando proceda.

### SECCIONES 3.1 A 3.5

#### IDENTIDAD DE EMPLEOS Y RECURSOS

En la sección 3.1, los datos se ajustan a una identidad contable básica. En el caso de las operaciones no financieras, el total de los empleos es igual al total de los recursos en cada una de las categorías. Esta identidad contable también se refleja en la cuenta financiera, es decir, para cada categoría de instrumento financiero, el total de las operaciones de activos financieros es igual al total de las operaciones de pasivos.

1 Para más información, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area», BCE (agosto de 2000), y el sitio web del BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)), sección «Statistics», apartado «Monetary and financial statistics».

2 Para más información, véanse D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto y B. C. Chen (1998), «New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program», *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, pp. 127-152, o «X-12-ARIMA Reference Manual», Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D. C.

A efectos internos, también se utiliza el procedimiento basado en modelos de TRAMO-SEATS. Para más información sobre TRAMO-SEATS, véase V. Gómez y A. Maravall (1996), «Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the user», Documento de Trabajo n.º 9628, Banco de España, Madrid.

3 De lo que resulta que, para las series desestacionalizadas, el nivel del índice del período base, es decir, diciembre de 2010, difiere, en general, de 100, como reflejo de la estacionalidad del mes.

En la cuenta de otras variaciones de activos y en los balances financieros, el total de activos financieros es igual al total de pasivos en cada categoría de instrumento financiero, salvo en el caso del oro monetario y los derechos especiales de giro, que, por definición, no constituyen un pasivo de ningún sector.

### **CÁLCULO DE LOS SALDOS CONTABLES**

Los saldos contables al final de cada cuenta de las secciones 3.1, 3.2 y 3.3 se calculan de la manera siguiente:

El saldo comercial es la diferencia entre las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro frente al resto del mundo.

El excedente neto de explotación y la renta mixta solo se definen para los sectores residentes y se calculan por diferencia entre el valor añadido bruto (producto interior bruto a precios de mercado de la zona del euro) y la suma de las siguientes partidas: remuneración de los asalariados (empleos), otros impuestos menos subvenciones a la producción (empleos) y consumo de capital fijo (empleos).

La renta nacional neta solo se define para los sectores residentes y se calcula como la suma del excedente neto de explotación y la renta mixta más la remuneración de los asalariados (recursos), los impuestos menos subvenciones a la producción (recursos) y las rentas de la propiedad netas (recursos menos empleos).

La renta disponible neta también se define solo para los sectores residentes y es igual a la renta nacional neta más los impuestos corrientes netos sobre la renta y el patrimonio (recursos menos empleos), las cotizaciones sociales netas (recursos menos empleos), las prestaciones sociales netas distintas de transferencias sociales en especie (recursos menos empleos) y otras transferencias corrientes netas (recursos menos empleos).

El ahorro neto se define para los sectores residentes y se calcula como la suma de la renta disponible neta más el ajuste por la variación de la participación neta de los hogares en las reservas de fondos de pensiones (recursos menos empleos), menos el gasto en consumo final (empleos). Para el resto del mundo, la cuenta de operaciones corrientes con el exterior se calcula sumando al saldo de la balanza comercial todas las rentas netas (recursos menos empleos).

La capacidad/necesidad de financiación se calcula a partir de la cuenta de capital como la diferencia entre la suma del ahorro neto y las transferencias de capital netas (recursos menos empleos), menos la formación bruta de capital (empleos) y las adquisiciones menos cesiones de activos no financieros no producidos (empleos), más el consumo de capital fijo (recursos). También puede calcularse en la cuenta financiera por la diferencia entre el total de operaciones de activos financieros y el total de operaciones de pasivos [lo que se conoce también como variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones]. En los sectores hogares y sociedades no financieras existe una discrepancia estadística entre los saldos contables calculados a partir de la cuenta de capital y aquellos que se obtienen a partir de la cuenta financiera.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones se calculan como el total de operaciones de activos financieros menos el total de operaciones de pasivos, mientras que otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto se calculan como (el total) de otras variaciones de activos financieros menos (el total) de otras variaciones de pasivos.

El patrimonio (riqueza) financiero neto se calcula por la diferencia entre el total de activos financieros y el total de pasivos, mientras que las variaciones de dicho patrimonio (riqueza) son iguales a la suma de las variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto derivadas de operaciones (capacidad/necesidad de financiación obtenida a partir de la cuenta financiera) y de las otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto.

Las variaciones del patrimonio (riqueza) neto se calculan como las variaciones del patrimonio (riqueza) neto atribuibles al ahorro y a las transferencias de capital más otras variaciones del patrimonio (riqueza) financiero neto y otras variaciones de activos no financieros.

El patrimonio (riqueza) neto de los hogares se calcula como la suma de los activos no financieros y el patrimonio (riqueza) financiero neto de los hogares.

#### TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL DE LAS OPERACIONES FINANCIERAS

La tasa de crecimiento interanual  $g(f_t)$  de las operaciones financieras se calcula como:

$$k) \quad g(f_t) = \left( \frac{\sum_{i=0}^3 f_{t-i}}{F_{t-4}} \right) * 100$$

donde  $f_t$  representa las operaciones en el trimestre  $t$ , y  $F_{t-4}$  el valor de los saldos a fin de trimestre cuatro trimestres antes.

#### SECCIONES 4.3 Y 4.4

#### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS VALORES REPRESENTATIVOS DE DEUDA Y LAS ACCIONES COTIZADAS

Las tasas de crecimiento se calculan a partir de las operaciones financieras y, por lo tanto, excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Se pueden calcular a partir de los flujos o del índice de saldos nocionales. Si  $N_t^M$  representa el flujo (emisiones netas) en el mes  $t$  y  $L_t$  el saldo vivo a fin del mes  $t$ , el índice  $I_t$  de los saldos nocionales en el mes  $t$  queda definido como:

$$l) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

La base del índice es igual a 100 en diciembre de 2008. La tasa de crecimiento  $a_t$  del mes  $t$  correspondiente a la variación de los 12 meses que terminan en el mes  $t$  se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$m) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$n) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

El método para calcular las tasas de crecimiento de los valores representativos de deuda es el mismo que se emplea para los agregados monetarios. La única diferencia estriba en que aquí se usa una «N» en lugar de una «F», con el fin de mostrar que el método utilizado para obtener las «emisiones netas» de las estadísticas de emisiones de valores es distinto del utilizado para calcular las «operaciones» equivalentes de los agregados monetarios.

La tasa media de crecimiento del trimestre que finaliza en el mes t se calcula como:

$$o) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

donde  $I_t$  es el índice de saldos nominales del mes t. Del mismo modo, la tasa media de crecimiento del año que finaliza en el mes t se calcula como:

$$p) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

La fórmula de cálculo que se emplea en la sección 4.3 también se usa en la sección 4.4, y se basa, igualmente, en la utilizada en el caso de los agregados monetarios. La sección 4.4 se basa en valores de mercado, y los cálculos se basan en operaciones financieras que excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las variaciones del tipo de cambio no se incluyen, pues todas las acciones cotizadas cubiertas están denominadas en euros.

#### DESESTACIONALIZACIÓN DE LAS ESTADÍSTICAS DE EMISIONES DE VALORES<sup>4</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12 ARIMA. La desestacionalización del total de valores emitidos se realiza indirectamente mediante la combinación lineal del detalle por sector y por plazo a la emisión.

Los procedimientos de desestacionalización se aplican al índice de saldos nominales. Las estimaciones resultantes de los factores estacionales se aplican posteriormente a los saldos vivos, de donde se obtienen las emisiones netas desestacionalizadas. Los factores estacionales se revisan anualmente o cuando proceda.

<sup>4</sup> Para más información, véanse «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area». BCE (agosto de 2000), y el sitio web del BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)), sección «Statistics», apartado «Monetary and financial statistics».

Al igual que en las fórmulas m) y n), la tasa de crecimiento  $a_t$  del mes  $t$  correspondiente a la variación en los seis meses que terminan en el mes  $t$  se puede calcular utilizando cualquiera de las dos fórmulas siguientes:

$$q) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$r) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

#### CUADRO 1 DE LA SECCIÓN 5.1

##### DESESTACIONALIZACIÓN DEL IAPC<sup>4</sup>

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA (véase nota 2 de la página S81). La desestacionalización del IAPC general de la zona del euro se realiza indirectamente agregando las series desestacionalizadas de la zona del euro correspondientes a los alimentos elaborados, los alimentos no elaborados y los bienes industriales, excluida la energía, y los servicios. La energía se añade sin ajustar, dado que no existe evidencia estadística de su carácter estacional. Los factores estacionales se revisan anualmente o cuando proceda.

#### CUADRO 2 DE LA SECCIÓN 7.1

##### DESESTACIONALIZACIÓN DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El procedimiento se basa en la descomposición multiplicativa efectuada mediante X-12-ARIMA o TRAMO-SEATS, dependiendo de las balanzas. En los datos originales de la balanza de bienes, servicios, rentas y transferencias corrientes se realiza un ajuste previo para tener en cuenta efectos de días laborables significativos. El ajuste por días laborables en la balanza de bienes y servicios está corregido por días festivos nacionales. La desestacionalización de ambas balanzas se lleva a cabo utilizando estas series ajustadas previamente. La desestacionalización del total de la balanza por cuenta corriente se realiza agregando las series desestacionalizadas para las balanzas de bienes, servicios, rentas y transferencias corrientes. Los factores estacionales y los efectos de calendario se revisan semestralmente o cuando proceda.

#### SECCIÓN 7.3

##### CÁLCULO DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS SERIES TRIMESTRALES Y ANUALES

La tasa de crecimiento interanual para el trimestre  $t$  se calcula a partir de las transacciones ( $F_t$ ) y las posiciones ( $L_t$ ) trimestrales de la siguiente manera:

$$s) \quad a_t = \left[ \prod_{i=t-3}^t \left( 1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

La tasa de crecimiento de las series anuales es igual a la del último trimestre del año.





## NOTAS GENERALES

Las estadísticas para la zona del euro en su conjunto se incluyen en la sección «Estadísticas de la zona del euro» del Boletín Mensual. En la sección «Statistics», que figura en el sitio web del BCE ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)), pueden consultarse series de datos más largas y detalladas, así como notas explicativas. Se puede acceder fácilmente a los datos a través de la «Statistical Data Warehouse» (SDW) del BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu>), que permite realizar búsquedas y descargas de datos. Entre los servicios disponibles en el apartado «Data services» se encuentran la posibilidad de suscribirse a distintos conjuntos de datos y un repositorio de ficheros comprimidos en formato CSV (*comma separated values*). Puede solicitarse más información a través de [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu).

Como norma general, la fecha de cierre de las estadísticas incluidas en el Boletín Mensual es el día anterior a la primera reunión mantenida en el mes por el Consejo de Gobierno del BCE. Para esta edición, la fecha de cierre ha sido el 3 de diciembre de 2014.

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos se refieren al grupo de 18 países que son miembros de la zona del euro (Euro-18) para las series temporales completas. En lo que se refiere a los tipos de interés, las estadísticas monetarias, el IAPC y los activos de reserva (y, por motivos de coherencia, los componentes y las contrapartidas de M3 y los componentes del IAPC), las series estadísticas de la zona del euro tienen en cuenta la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

La composición de la zona del euro ha cambiado en diversas ocasiones a lo largo de los años. Cuando el euro se introdujo en 1999, la zona del euro estaba integrada por 11 países (el Euro-11): Bélgica, Alemania, Irlanda, España, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia. Grecia se incorporó en 2001, dando lugar al Euro-12; Eslovenia en 2007, conformando el Euro-13; Chipre y Malta en 2008, apareciendo el Euro-15; Eslovaquia en 2009, constituyendo el Euro-16 y Estonia se incorporó en 2011, conformando el Euro-17. Letonia se incorporó en 2014, con lo que el número de países de la zona del euro se elevó a 18. Desde octubre de 2012, las estadísticas de la zona del euro también incluyen el Mecanismo Europeo de Estabilidad, una organización internacional residente en la zona del euro, con fines estadísticos.

### SERIES DE LA ZONA DEL EURO CON UNA COMPOSICIÓN FIJA

Las series estadísticas agregadas correspondientes a las composiciones fijas de la zona del euro se refieren a una composición fija dada para las series temporales completas, independientemente de la composición existente en el momento al que hacen referencia las estadísticas. Por ejemplo, las series agregadas se calculan para el Euro-18 para todos los años, a pesar de que la zona del euro solo ha tenido esa composición desde el 1 de enero de 2014. Salvo indicación en contrario, en el Boletín Mensual se publican series estadísticas correspondientes a la composición actual.

### SERIES DE LA ZONA DEL EURO CON UNA COMPOSICIÓN VARIABLE

Las series estadísticas agregadas con una composición variable tienen en cuenta la composición de la zona del euro en el momento al que se refieren las estadísticas. Por ejemplo, estas series estadísticas agregan los datos del Euro-11 hasta el período que finaliza el 31 de diciembre de 2000, los del Euro-12, desde 2001 hasta el final de 2006, y así sucesivamente. Con este enfoque, cada serie estadística individual incluye las distintas composiciones que ha tenido la zona del euro.

En el caso del IAPC y de las estadísticas basadas en el balance del sector de IFM («estadísticas monetarias»), las tasas de variación se calculan a partir de índices encadenados, y la nueva composición se introduce utilizando el factor de enlace en la fecha de ampliación. Por lo tanto, si un país se incorpora a la zona del euro en enero de un año determinado, los factores que se tienen en cuenta para elaborar los índices encadenados se refieren a la composición anterior de la zona del euro hasta diciembre del año anterior, incluido ese mes y, a partir de entonces, a la composición ampliada de la zona del euro. Para más información sobre las estadísticas monetarias, consúltese el «Manual on MFI balance sheet statistics», disponible en la sección «Statistics» del sitio web del BCE.

Dado que la composición de la unidad de cuenta europea (ECU) no coincide con las antiguas monedas de los países que han adoptado la moneda única, los importes anteriores a 1999, expresados originalmente en las monedas nacionales participantes y convertidos a ECU al tipo de cambio vigente, resultan afectados por los movimientos de los tipos de cambio de las monedas de los Estados miembros de la UE que no han adoptado el euro. Para evitar este efecto en las estadísticas monetarias, los datos anteriores a 1999<sup>1</sup> se expresan en unidades resultantes de la conversión de las monedas nacionales a los tipos de cambio irrevocables fijados el 31 de diciembre de 1998. Salvo indicación en contrario, las estadísticas de precios y costes anteriores a 1999 se basan en datos expresados en monedas nacionales.

Cuando ha sido necesario, se han utilizado métodos de agregación y de consolidación (incluida la consolidación entre países).

Los datos más recientes suelen ser provisionales y pueden ser objeto de revisión. Cabe la posibilidad de que se produzcan discrepancias entre los totales y sus componentes debido al redondeo.

El grupo de «Otros Estados miembros de la UE» comprende (salvo indicación en contrario) Bulgaria, la República Checa, Dinamarca, Croacia, Lituania, Hungría, Polonia, Rumanía, Suecia y Reino Unido.

En la mayoría de las ocasiones, la terminología utilizada en los cuadros sigue estándares internacionales, como los del Sistema Europeo de Cuentas y los del Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional del FMI. Las operaciones se refieren a intercambios voluntarios (medidos directamente u obtenidos a partir de otros datos), mientras que los flujos también incluyen los cambios en los saldos vivos debidos a variaciones de precios, de tipo de cambio, saneamientos y otras variaciones.

En los cuadros, «hasta (x) años» quiere decir «inferior o igual a (x) años».

## PANORÁMICA GENERAL

La evolución de los principales indicadores de la zona del euro se resume en un cuadro general.

## ESTADÍSTICAS DE POLÍTICA MONETARIA

En la sección 1.4 se recogen estadísticas de reservas mínimas y factores de liquidez. Los períodos de mantenimiento de reservas comienzan todos los meses el día en que se liquida la operación principal de financiación (OPF) posterior a la reunión del Consejo de Gobierno en la que esté previsto efectuar la evaluación

<sup>1</sup> Las estadísticas monetarias de las secciones 2.1 a 2.8 para los períodos anteriores a enero de 1999 pueden consultarse en el sitio web del BCE (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>) y en la SDW (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).

mensual de la orientación de la política monetaria y terminan el día anterior a la fecha de liquidación correspondiente del mes siguiente. Las observaciones anuales y trimestrales se refieren a las medias del último período de mantenimiento del año o trimestre.

En el cuadro 1 de la sección 1.4 figuran los componentes de la base de reservas de las entidades de crédito sujetas a reservas mínimas. Los pasivos frente a otras entidades de crédito sujetas al sistema de reservas mínimas del SEBC, el BCE y los bancos centrales nacionales participantes quedan excluidos de la base de reservas. Cuando una entidad de crédito no pueda justificar el importe de sus emisiones de valores representativos de deuda hasta dos años mantenidos por las instituciones mencionadas, puede deducirse un determinado porcentaje de estos pasivos de su base de reservas. El porcentaje utilizado para calcular la base de reservas fue del 10% hasta noviembre de 1999 y del 30% a partir de esa fecha.

El cuadro 2 de la sección 1.4 contiene los datos medios de períodos de mantenimiento completos. En primer lugar, el importe de las reservas obligatorias de cada entidad de crédito se calcula aplicando los coeficientes de reservas de las categorías de pasivos correspondientes a los pasivos computables, utilizando los datos del balance a fin de cada mes. Posteriormente, cada entidad de crédito deduce de esta cifra una franquicia de 100.000 euros. Las reservas mínimas resultantes se agregan a nivel de la zona del euro (columna 1). Los saldos en cuentas corrientes (columna 2) son los saldos diarios medios agregados de las entidades de crédito, incluidos aquellos que sirven para cumplir las reservas mínimas. El exceso de reservas (columna 3) corresponde a los saldos medios en cuentas corrientes durante el período de mantenimiento que exceden las reservas obligatorias. Los incumplimientos (columna 4) son los saldos medios en cuentas corrientes durante el período de mantenimiento inferiores a las reservas obligatorias, calculados sobre la base de aquellas entidades de crédito que no han cumplido con las exigencias de reservas. El tipo de interés de las reservas mínimas (columna 5) es igual a la media, durante el período de mantenimiento, del tipo aplicado por el BCE (ponderado según el número de días naturales) a las OPF del Eurosistema (véase sección 1.3).

El cuadro 3 de la sección 1.4 muestra la liquidez del sistema bancario, que se define como los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito de la zona del euro con el Eurosistema, en euros. Todos los importes se obtienen a partir del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las otras operaciones de absorción de liquidez (columna 7) excluyen la emisión de certificados de deuda iniciada por los BCN en la segunda fase de la UEM. La columna 10, otros factores (neto) representa las partidas restantes, en cifras netas, del estado financiero consolidado del Eurosistema. Las cuentas corrientes de entidades de crédito (columna 11) equivalen a la diferencia entre la suma de los factores de inyección de liquidez (columnas 1 a 5) y la suma de los factores de absorción de liquidez (columnas 6 a 10). La base monetaria (columna 12) se calcula como la suma de la facilidad de depósito (columna 6), los billetes en circulación (columna 8) y los saldos en cuentas corrientes de las entidades de crédito (columna 11).

## DINERO, SISTEMA BANCARIO Y OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

En el capítulo 2 se presentan las estadísticas del balance de las IFM y de otras instituciones financieras. Esta última categoría incluye los fondos de inversión (distintos de los fondos del mercado monetario, que forman parte del sector de IFM), las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización y las empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 2.1 se presenta el balance agregado del sector de IFM, es decir, la suma de los balances armonizados de todas las IFM residentes en la zona del euro. Las IFM comprenden bancos centrales,

entidades de crédito definidas según el derecho de la UE, fondos del mercado monetario y otras entidades cuyo negocio es recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y, por cuenta propia (al menos, en términos económicos), otorgar créditos y/o realizar inversiones en valores. En el sitio web del BCE se publica una lista completa de las IFM.

La sección 2.2 recoge el balance consolidado del sector IFM, obtenido de la compensación de las posiciones del balance agregado de las IFM de la zona del euro. Debido a ligeras diferencias en las prácticas de registro, la suma de posiciones de las distintas IFM no es necesariamente cero; el saldo aparece en la columna 10 del pasivo de la sección 2.2. En la sección 2.3 figuran los agregados monetarios de la zona del euro y sus contrapartidas, que se obtienen del balance consolidado de las IFM y que incluyen posiciones de no IFM residentes en la zona del euro mantenidas en IFM residentes en la zona y también algunos activos/pasivos monetarios de la Administración Central. Las series estadísticas relativas a los agregados monetarios y a las contrapartidas están ajustadas de efectos estacionales y de calendario. En la partida otros pasivos frente a no residentes de las secciones 2.1 y 2.2 figuran las tenencias en poder de no residentes en la zona del euro de: i) participaciones emitidas por fondos del mercado monetario radicados en la zona del euro, y ii) valores representativos de deuda hasta dos años emitidos por IFM de la zona. Sin embargo, en la sección 2.3 los agregados monetarios excluyen estas tenencias, que contribuyen a la rúbrica «activos netos frente a no residentes».

La sección 2.4 ofrece un análisis de los préstamos concedidos por IFM distintas del Eurosistema (es decir, el sistema bancario) residentes en la zona del euro por sector, finalidad y plazo inicial. En la sección 2.5 se presenta un análisis de los depósitos mantenidos en el sistema bancario de la zona del euro por sector e instrumento. En la sección 2.6 figuran los valores mantenidos por el sistema bancario de la zona del euro por tipo de emisor. En la sección 2.7 se presenta un detalle trimestral por monedas de algunas partidas del balance de las IFM.

Las secciones 2.2 a 2.6 presentan también las tasas de crecimiento basadas en las operaciones expresadas, en términos de variaciones interanuales.

A partir del 1 de enero de 1999, la información estadística se recopiló de conformidad con diversos Reglamentos del BCE sobre el balance del sector de instituciones financieras monetarias. A partir de julio de 2010 se recopila de conformidad con el Reglamento BCE/2008/32<sup>2</sup>. En la tercera edición del manual «Monetary financial institutions and markets statistics sector manual – Guidance for the statistical classification of customers» (BCE, marzo de 2007), se detallan las definiciones de los sectores.

En la sección 2.8 figuran los saldos vivos y las operaciones registradas en el balance de los fondos de inversión de la zona del euro (distintos de los fondos del mercado monetario, que se incluyen en las estadísticas del balance de las IFM). Un fondo de inversión es una institución de inversión colectiva que invierte el capital obtenido del público en activos financieros o no financieros. En el sitio web del BCE se publica una lista completa de los fondos de inversión de la zona del euro. El balance es agregado, de tal modo que los activos de los fondos de inversión incluyen sus participaciones en otros fondos de inversión. Las participaciones de los fondos de inversión también se detallan por política de inversión [es decir, fondos de renta fija, fondos de renta variable, fondos mixtos, fondos inmobiliarios; fondos de inversión libre (*hedge fund*) y otros fondos] y por tipo de fondo (es decir, fondos de inversión de capital variable y de capital fijo). En la sección 2.9 se presenta más información sobre los principales tipos de activos mantenidos por los fondos de inversión de la zona del euro. En esta sección se incluye el detalle geográfico de los emisores

2 DO L 15 de 20.01.2009, p. 14.

de los valores mantenidos por los fondos de inversión, desagregados por sector económico cuando son residentes en la zona del euro.

Desde diciembre de 2008, la información estadística armonizada se ha recopilado de conformidad con el Reglamento BCE/2007/8<sup>3</sup>, sobre estadísticas de los activos y los pasivos de los fondos de inversión. Para más información sobre estas estadísticas de los fondos de inversión, véase el documento «Manual on investment fund statistics» (BCE, mayo de 2009).

En la sección 2.10 se presenta el balance agregado de las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización residentes en la zona del euro. La titulización supone, generalmente, la transferencia de un activo o de un conjunto de activos a una sociedad instrumental, declarándose dichos activos en su balance como préstamos titulizados, valores representativos de deuda u otros activos titulizados. Otra posibilidad es transferir el riesgo de crédito de un activo o de un conjunto de activos a una sociedad instrumental mediante seguros de riesgo de crédito (CDS, en sus siglas en inglés), garantías u otro mecanismo similar. Los activos de garantía que mantiene la sociedad instrumental para hacer frente a estos riesgos adoptan normalmente la forma de un depósito mantenido en una IFM o invertido en valores representativos de deuda. Las sociedades instrumentales titulan habitualmente préstamos originados en el sector de IFM y han de declarar esos préstamos en su balance estadístico, independientemente de que las normas contables pertinentes permitan a la IFM dar de baja los préstamos. Los datos sobre los préstamos titulizados por sociedades instrumentales que, no obstante, se mantienen en el balance de la IFM correspondiente (y, por lo tanto, en las estadísticas de las IFM) se presentan por separado. Estos datos trimestrales se recopilan de conformidad con el Reglamento BCE/2008/30<sup>4</sup> a partir de diciembre de 2009.

En la sección 2.11 se presenta el balance agregado de las empresas de seguros y fondos de pensiones residentes en la zona del euro. Las empresas de seguros abarcan los sectores de seguros y reaseguros, mientras que los fondos de pensiones incluyen las entidades con autonomía para la toma de decisiones y un conjunto completo de cuentas (fondos de pensiones autónomos). Esta sección incluye también una desagregación geográfica y un detalle por sectores de las entidades de contrapartida emisoras de valores representativos de deuda en poder de las empresas de seguros y fondos de pensiones.

## CUENTAS DE LA ZONA DEL EURO

En la sección 3.1 se presentan datos relativos a las cuentas trimestrales integradas de la zona del euro, que ofrecen información completa sobre la actividad económica de los hogares (incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares), las sociedades no financieras, las instituciones financieras y las Administraciones Públicas, y sobre la interacción entre estos sectores y la zona del euro y el resto del mundo. Los datos no desestacionalizados a precios corrientes corresponden al último trimestre disponible, siguiendo una secuencia simplificada de cuentas, de conformidad con el marco metodológico del Sistema Europeo de Cuentas 1995.

Expresado sucintamente, la secuencia de cuentas (operaciones) comprende: 1) la cuenta de explotación, que indica cómo se materializan las actividades de producción en diversas categorías de renta; 2) la cuenta de asignación de la renta primaria, que registra los ingresos y gastos relacionados con diversas formas de rentas de la propiedad (para el total de la economía; el saldo contable de la cuenta de renta primaria es la renta nacional); 3) la cuenta de distribución secundaria de la renta, que muestra cómo

3 DO L 211 de 11.08.2007, p. 8.

4 DO L 15 de 20.01.2009, p. 1.

varía la renta nacional de un sector institucional como consecuencia de las transferencias corrientes; 4) la cuenta de utilización de la renta, que permite observar cómo se distribuye la renta disponible entre consumo y ahorro; 5) la cuenta de capital, que muestra cómo se dedican el ahorro y las transferencias de capital netas a la adquisición de activos no financieros (el saldo contable de la cuenta de capital es la capacidad o necesidad de financiación), y 6) la cuenta financiera, que registra las adquisiciones netas de activos financieros y los pasivos netos contraídos. Como cada operación no financiera tiene su reflejo en una operación financiera, el saldo contable de la cuenta financiera también es igual, conceptualmente, a la capacidad o necesidad de financiación, calculada a partir de la cuenta de capital.

Además, se presentan los balances financieros correspondientes al inicio y al final del período, lo que permite observar la riqueza financiera de cada sector en un momento dado. Finalmente, se incluyen otras variaciones de activos financieros y de pasivos, en particular las revalorizaciones (por ejemplo, las resultantes del impacto de las variaciones de los precios de los activos).

La cobertura por sectores de la cuenta financiera y de los balances financieros es más detallada en el caso de las instituciones financieras, pues presentan el detalle por IFM, fondos de inversión (distintos de los fondos del mercado monetario), otras instituciones financieras (OIF, incluidos los auxiliares financieros y las instituciones financieras de ámbito limitado) y empresas de seguros y fondos de pensiones.

En la sección 3.2 se muestran los flujos (operaciones y otras variaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta, gasto y acumulación de los hogares, así como los saldos vivos de los balances financieros y no financieros conforme a una presentación más analítica de los datos. Las operaciones específicas de cada sector y los saldos contables se presentan de tal manera que se facilita una descripción más clara de las decisiones de los hogares en materia de financiación e inversión, respetando al mismo tiempo las identidades contables que se presentan en la sección 3.1.

En las secciones 3.3 y 3.4 se muestran los flujos (operaciones) acumulados de cuatro trimestres de las cuentas de renta y acumulación de las sociedades no financieras y de las instituciones financieras, respectivamente, así como los saldos vivos del balance financiero, conforme a una presentación más analítica de los datos.

En la sección 3.5 se presenta el resumen de indicadores y los gráficos correspondientes a hogares y sociedades no financieras.

## **MERCADOS FINANCIEROS**

Las series de estadísticas relativas a los mercados financieros de la zona del euro incluyen los Estados miembros que habían adoptado el euro en la fecha a que hacen referencia (es decir, composición en sus distintas etapas), salvo las de emisiones de valores (secciones 4.1 a 4.4), que se refieren al Euro-17 para toda la serie temporal (es decir, composición fija).

El BCE elabora las estadísticas de valores representativos de deuda y de acciones cotizadas (secciones 4.1 a 4.4) a partir de datos del SEBC y del BPI. En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos denominados en euros concedidos a sectores residentes en la zona del euro, y a sus depósitos. El BCE elabora las estadísticas relativas a los tipos de interés del mercado monetario, al rendimiento de la deuda pública a largo plazo y a los índices bursátiles (secciones 4.6 a 4.8), a partir de la información distribuida a través de las pantallas de diferentes agencias.



Las estadísticas sobre emisiones de valores incluyen i) los valores representativos de deuda, excluidos los derivados financieros, y ii) las acciones cotizadas. Los valores representativos de deuda se presentan en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3, y las acciones cotizadas en la sección 4.4. Los valores representativos de deuda se clasifican en valores a corto plazo y valores a largo plazo. «A corto plazo» se refiere a valores con un plazo a la emisión inferior o igual a un año (en casos excepcionales, inferior o igual a dos años). Los valores con i) un plazo a la emisión superior a un año, ii) fechas de amortización opcionales, siendo la última superior a un año, o iii) fecha indefinida de amortización, se clasifican como «a largo plazo». Las emisiones de valores representativos de deuda a largo plazo por residentes en la zona del euro se clasifican a su vez en emisiones a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable. En las emisiones a tipo de interés fijo, el cupón no varía a lo largo de la vida de la emisión. Las emisiones a tipo de interés variable comprenden todas las emisiones en las que el cupón vuelve a fijarse periódicamente con referencia a un tipo de interés o índice independiente. Los valores denominados en euros que figuran en las secciones 4.1, 4.2 y 4.3 también incluyen partidas expresadas en las denominaciones nacionales del euro.

En la sección 4.1 figuran los valores representativos de deuda, desagregados por plazo a la emisión, residencia del emisor y moneda. En esta sección se presenta el detalle de los saldos vivos, las emisiones brutas y las emisiones netas de los valores representativos de deuda por i) emisiones denominadas en euros y en todas las monedas; ii) emisiones de residentes en la zona del euro y total de emisiones, y iii) total de valores representativos de deuda y valores representativos de deuda a largo plazo. Las emisiones netas difieren de las variaciones del saldo en circulación debido a cambios de valoración, reclasificaciones y otros ajustes. En esta sección se presentan también estadísticas desestacionalizadas, que incluyen las tasas de crecimiento de seis meses anualizadas y desestacionalizadas para el total de valores representativos de deuda y para los valores representativos de deuda a largo plazo. Los datos desestacionalizados se obtienen a partir del índice de saldos nominales, del que se han eliminado los efectos estacionales. Para más información, véanse las Notas Técnicas.

En la sección 4.2 figura un detalle por sectores de los saldos vivos, de las emisiones brutas y de las emisiones netas de los residentes en la zona del euro, que es conforme con el SEC 95. El BCE está incluido en el Eurosistema.

Los saldos vivos totales del total de valores representativos de deuda y de valores representativos de deuda a largo plazo que figuran en la columna 1 del cuadro 1 de la sección 4.2 se corresponden con los datos de saldos del total de valores representativos de deuda y de valores representativos de deuda a largo plazo emitidos por los residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 7 de la sección 4.1. Los saldos vivos del total de valores representativos de deuda y de valores representativos de deuda a largo plazo emitidos por las IFM que se presentan en la columna 2 del cuadro 1 de la sección 4.2 son básicamente comparables con los datos de valores representativos de deuda que aparecen en el pasivo del balance agregado de las IFM, columna 8 del cuadro 2 de la sección 2.1. Las emisiones netas totales del total de valores representativos de deuda que figuran en la columna 1 del cuadro 2 de la sección 4.2 se corresponden con los datos del total de emisiones netas realizadas por residentes en la zona del euro que se recogen en la columna 9 de la sección 4.1. La diferencia residual entre los valores representativos de deuda a largo plazo y el total de valores representativos de deuda a largo plazo emitidos a tipo de interés fijo y a tipo de interés variable que figuran en el cuadro 1 de la sección 4.2 se debe a los bonos cupón cero y a los efectos de revalorización.

En la sección 4.3 se presentan las tasas de crecimiento, desestacionalizadas y sin desestacionalizar, de los valores representativos de deuda emitidos por residentes en la zona del euro (detallados por plazo a la emisión, tipo de instrumento, sector emisor y moneda), basadas en las operaciones financieras que se



producen cuando una unidad institucional contrae o cancela pasivos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento excluyen las reclasificaciones, las revalorizaciones, las variaciones del tipo de cambio y otros cambios que no se deriven de operaciones. Las tasas de crecimiento desestacionalizadas se han anualizado por motivos de presentación. Para más información, véanse las Notas Técnicas.

En las columnas 1, 4, 6 y 8 del cuadro 1 de la sección 4.4 se recogen los saldos vivos de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro por sector emisor. Los datos mensuales de las acciones cotizadas emitidas por las sociedades no financieras se corresponden con las series trimestrales que aparecen en la sección 3.4 (balance financiero, acciones cotizadas).

En las columnas 3, 5, 7 y 9 del cuadro 1 de la sección 4.4 figuran las tasas de crecimiento interanual de las acciones cotizadas emitidas por residentes en la zona del euro (por sector emisor), basadas en las operaciones financieras que se producen cuando un emisor emite acciones o las intercambia por efectivo, excluidas las inversiones en acciones propias. El cálculo de las tasas de crecimiento interanual excluye las reclasificaciones, las revalorizaciones y otros cambios que no se deriven de operaciones.

En la sección 4.5 se presentan las estadísticas de todos los tipos de interés que las IFM residentes en la zona del euro aplican a los depósitos y a los préstamos denominados en euros frente a hogares y sociedades no financieras residentes en la zona. Los tipos de interés aplicados por las IFM de la zona del euro a cada categoría se calculan como una media ponderada (por el volumen de operaciones correspondiente) de los tipos de interés aplicados en los países de la zona del euro.

Las estadísticas de tipos de interés de las IFM aparecen detalladas por tipo de operación, sector, instrumento y vencimiento, período de preaviso o período inicial de fijación del tipo de interés. Estas estadísticas de tipos de interés sustituyeron a las diez series estadísticas provisionales relativas a los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito de la zona del euro a su clientela, que se publicaban en el Boletín Mensual desde enero de 1999.

La sección 4.6 presenta los tipos de interés del mercado monetario en la zona del euro, Estados Unidos y Japón. En el caso de la zona del euro se incluye una amplia gama de tipos de interés del mercado monetario, que abarca desde tipos de interés aplicados a los depósitos a un día, hasta los aplicados a los depósitos a doce meses. Con anterioridad a enero de 1999, los tipos de interés sintéticos de la zona del euro se calculaban a partir de los tipos de interés nacionales ponderados por el PIB. Salvo en el caso del tipo de interés a un día antes de enero de 1999, los valores mensuales, trimestrales y anuales son medias del período. Los depósitos a un día están representados por los tipos de oferta de los depósitos interbancarios a fin de período hasta diciembre de 1998 y, posteriormente, por las medias del período del índice medio del tipo de interés del euro a un día (eonia). Desde enero de 1999, los tipos de interés aplicados a los depósitos a uno, tres, seis y doce meses en la zona del euro son tipos de interés de oferta en el mercado interbancario del euro (euríbor); hasta esa fecha se aplicaban los tipos de interés de oferta en el mercado interbancario de Londres (libor). En el caso de Estados Unidos y Japón, los tipos de interés de los depósitos a tres meses están representados por el libor.

En la sección 4.7 se presentan los tipos de interés a fin de período estimados a partir de las curvas de tipos nominales al contado basadas en la deuda pública denominada en euros, con calificación AAA, emitida por las Administraciones Centrales de la zona del euro. Las curvas se han estimado utilizando el modelo de Svensson<sup>5</sup>. Se incluyen también los diferenciales entre los tipos de los bonos con vencimiento a diez años y

5 Véase L. E. Svensson, «Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994», CEPR Discussion Papers, n.º 1051, Centre for Economic Policy Research, Londres, 1994.

los de los bonos con vencimiento a tres meses y a dos años. En la dirección <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html> pueden consultarse otras curvas de tipos (publicación diaria, incluidos gráficos y cuadros) y la información metodológica correspondiente. También pueden descargarse datos diarios.

En la sección 4.8 figuran los índices bursátiles de la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

## PRECIOS, PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

La mayoría de los datos presentados en esta sección son elaborados por la Comisión Europea (principalmente, Eurostat) y las autoridades estadísticas nacionales. Los resultados de la zona del euro se obtienen por agregación de los datos de los distintos países. En la medida de lo posible, los datos se han armonizado y son comparables. Las estadísticas relativas a los índices de costes laborales, al PIB y a los componentes del gasto, al valor añadido por ramas de actividad, a la producción industrial, a las ventas del comercio al por menor, a las matriculaciones de automóviles y al empleo en términos de horas trabajadas están ajustadas por días laborables.

El Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro (cuadro 1 de la sección 5.1), disponible a partir de 1995, se basa en los IAPC nacionales, que siguen la misma metodología en todos los países de la zona del euro. El detalle por componentes de bienes y servicios se obtiene de la Clasificación del Consumo Individual por Finalidad (COICOP/IAPC). El IAPC abarca el gasto monetario en consumo final de los hogares en el territorio económico de la zona del euro. El cuadro incluye datos desestacionalizados del IAPC, elaborados por el BCE, así como índices experimentales de precios administrados, basados en el IAPC.

Los datos relativos a los precios industriales (cuadro 2 de la sección 5.1), la producción industrial, la cifra de negocios y las ventas del comercio al por menor (sección 5.2) siguen el Reglamento (CE) n° 1165/98 del Consejo, de 19 de mayo de 1998, sobre las estadísticas coyunturales<sup>6</sup>. Desde enero de 2009, en la elaboración de las estadísticas coyunturales se ha aplicado la nomenclatura de actividades económicas revisada (NACE Revisión 2) incluida en el Reglamento (CE) n° 1893/2006, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de diciembre de 2006, por el que se establece la nomenclatura estadística de actividades económicas NACE Revisión 2 y por el que se modifican el Reglamento del Consejo (CEE) n° 3037/90 y determinados Reglamentos de la CE sobre aspectos estadísticos específicos<sup>7</sup>. El detalle por destino final de los productos en el caso de los precios industriales y de la producción industrial corresponde a la subdivisión armonizada de la industria, excluida la construcción (NACE Revisión 2, secciones B a E), en grandes sectores industriales definida en el Reglamento (CE) n° 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007<sup>8</sup>. Los precios industriales reflejan los precios de venta en fábrica. Incluyen los impuestos indirectos, excepto el IVA y otros impuestos deducibles. La producción industrial refleja el valor añadido del sector de que se trate.

Los dos índices de precios de las materias primas no energéticas mostrados en el cuadro 3 de la sección 5.1 se elaboran incluyendo la misma cesta de materias primas, pero con dos sistemas de ponderación distintos: uno se basa en las respectivas importaciones de materias primas de la zona del euro (columnas 2 a 4), y el otro (columnas 5 a 7) se basa en la demanda interna estimada, o «destino», de la zona del

6 DO L 162 de 5.6.1998, p. 1.

7 DO L 393 de 30.12.2006, p. 1.

8 DO L 155 de 15.6.2007, p. 3.

euro, tomando en consideración información sobre las importaciones, las exportaciones y la producción interna de cada materia prima (prescindiendo, por simplicidad, de las existencias, que se supone que son relativamente estables a lo largo del período observado). El índice de precios de las materias primas ponderado por las importaciones es adecuado para analizar el entorno exterior, mientras que el índice ponderado por el destino es apropiado para el fin específico de analizar las presiones de los precios internacionales de las materias primas sobre la inflación de la zona del euro. Los índices de precios de las materias primas ponderados por el destino son datos experimentales. Para más información sobre la compilación de los índices de precios de las materias primas elaborados por el BCE, véase el recuadro 1 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

Los índices de costes laborales (cuadro 5 de la sección 5.1) miden las variaciones de los costes laborales por hora trabajada en la industria (incluida la construcción) y en los servicios de mercado. La metodología está establecida en el Reglamento (CE) n° 450/2003 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de febrero de 2003, sobre el índice de costes laborales<sup>9</sup>, y en el Reglamento de aplicación (CE) n° 1216/2003 de la Comisión, de 7 de julio de 2003<sup>10</sup>. Se dispone del detalle de los índices de costes laborales de la zona del euro por componentes (sueldos y salarios, cotizaciones sociales a cargo de la empresa, más los impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario, menos las subvenciones recibidas por este) y por ramas de actividad. El BCE calcula el indicador de salarios negociados (pro memoria del cuadro 5 de la sección 5.1) a partir de datos nacionales no armonizados.

Los componentes de los costes laborales unitarios (cuadro 4 de la sección 5.1), el PIB y sus componentes (cuadros 1 y 2 de la sección 5.2), los deflatores del PIB (cuadro 3 de la sección 5.1) y las estadísticas de empleo (cuadro 1 de la sección 5.3) se basan en las cuentas nacionales trimestrales SEC 2010<sup>11</sup>. A partir de septiembre de 2014, el reglamento actualizado SEC 2010 sustituye al SEC 95 y será obligatorio en los Estados miembros de la UE. Al igual que en el pasado, el nuevo reglamento define la metodología de las normas comunes, definiciones, clasificaciones y reglas contables utilizadas para elaborar las cuentas y los cuadros nacionales en la UE, así como el programa de transmisión de información que establece los plazos en los que los Estados miembros deberán hacer disponibles sus datos. El SEC 2010 también hace uso de conceptos relacionados con otras clasificaciones estadísticas, como la NACE revisión 2. La publicación de las cuentas nacionales de la zona del euro con esta nueva nomenclatura se inició en noviembre de 2014.

Los índices de cifra de negocios en la industria y en el comercio al por menor (cuadro 4 de la sección 5.2) miden la cifra de negocios, incluidos todos los gravámenes e impuestos (a excepción del IVA) del período de referencia. La cifra de negocios del comercio al por menor incluye todo el comercio al por menor (salvo las ventas de automóviles y motocicletas), incluido el combustible para vehículos de motor. Las matriculaciones de automóviles abarcan las matriculaciones de automóviles, tanto privados como de uso comercial.

Los datos cualitativos de las encuestas de opinión (cuadro 5 de la sección 5.2) se basan en las encuestas de la Comisión Europea realizadas a empresas y consumidores.

Las tasas de desempleo (cuadro 4 de la sección 5.3), que siguen las directrices de la Organización Internacional del Trabajo, se refieren a personas que buscan empleo activamente en porcentaje de la población activa y utilizan criterios y definiciones armonizados. Las estimaciones de población activa en las que se basa la tasa de desempleo son distintas de la suma de las cifras de parados y ocupados que figuran en la sección 5.3.

9 DO L 69 de 13.3.2003, p. 1.

10 DO L 169 de 8.7.2003, p. 37.

11 DO L 174 de 26.6.2013, p.1.

## FINANZAS PÚBLICAS

Las secciones 6.1 a 6.5 muestran la situación de las finanzas públicas de la zona del euro. Los datos son, en su mayor parte, consolidados y se basan en la metodología del SEC 2010.

Los agregados anuales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 han sido elaborados por el BCE a partir de las exigencias de información estadística establecidas en la Orientación del BCE, de 3 de junio de 2014, sobre las estadísticas de las finanzas públicas (BCE/2014/21)<sup>12</sup>. Los datos armonizados facilitados por los BCN se actualizan regularmente. Las cifras anuales sobre ingresos y gastos públicos (sección 6.1) incluyen las transacciones con el presupuesto de la UE (v.g. subsidios agrícolas).

Los agregados trimestrales de la zona del euro que figuran en las secciones 6.1 a 6.3 los facilita Eurostat y pueden no ser totalmente coherentes con los datos anuales, debido, por ejemplo, a diferencias en las fechas de cierre y a la exclusión de los datos trimestrales de las operaciones incluidas en el presupuesto de la UE.

Los agregados mensuales de la zona del euro que aparecen en la sección 6.4 los elabora el BCE a partir de información de valores individualizada facilitada por la Base de Datos Centralizada de Valores (CSDB, en sus siglas en inglés), del SEBC<sup>13</sup>.

Los datos de los distintos países de la zona del euro que figuran en la sección 6.5 se basan en la información de Eurostat (para la deuda y el déficit públicos) y de la base de datos CSDB (para el servicio de la deuda y el rendimiento nominal medio). Las cifras anuales que se presentan en la sección 6.5 sobre el déficit/superávit de las Administraciones Públicas y sobre la deuda pública se comunican a la Comisión Europea de conformidad con el Reglamento (UE) n° 220/2014 de la Comisión, de 7 de marzo de 2014, respecto a las referencias al Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales de la Unión Europea.

## TRANSACCIONES Y POSICIONES FRENTE AL EXTERIOR

El 9 de diciembre de 2011, el Consejo de Gobierno del BCE adoptó la Orientación sobre las exigencias de información estadística del BCE en materia de estadísticas exteriores (BCE/2011/23)<sup>14</sup>. Este acto jurídico establece nuevas exigencias de información en materia de estadísticas exteriores, que responden, principalmente, a los cambios metodológicos introducidos en la sexta edición del Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional del FMI (MBP6).

En la convención de signos para las cuentas corriente y de capital de la balanza de pagos (cuadros de las secciones 7.1, 7.2 y 7.4) un signo positivo representa los superávits y las operaciones de ingresos y gastos, y un signo negativo, los déficits. En la cuenta financiera de la balanza de pagos (cuadros de las secciones 7.1, 7.3 y 7.4), el signo positivo representa un aumento neto de los activos o pasivos, y un signo negativo, una reducción neta.

La balanza de pagos de la zona del euro es elaborada por el BCE. Los datos mensuales más recientes deben considerarse provisionales. Estos datos se revisan al llevar a cabo la actualización para el mes siguiente y al

12 DO L 228 de 1.9.2009, p. 25.

13 Véase la nota metodológica sobre «Debt securities issuance and service by EU governments», disponible en el sitio web del BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).

14 DO 65 de 3.3.2012, p.1.

publicarse los datos trimestrales detallados de la balanza de pagos. Los datos anteriores se revisan periódicamente o al producirse cambios metodológicos en la compilación de los datos originales.

En el cuadro 1 de la sección 7.2 se presentan también datos desestacionalizados de la balanza por cuenta corriente. Cuando procede, los datos también se ajustan por días laborables, años bisiestos y Semana Santa. El cuadro 4 de la sección 7.2 y el cuadro 9 de la sección 7.3 presentan una desagregación de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional de la zona del euro frente a los principales socios comerciales, individualmente o por grupos, distinguiendo entre Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y países o áreas fuera de la Unión Europea. La citada desagregación muestra también las transacciones y las posiciones frente a instituciones de la UE y organismos internacionales (que, salvo el BCE y el Mecanismo Europeo de Estabilidad, se consideran no residentes en la zona a efectos estadísticos, con independencia de dónde estén ubicados) así como de los centros financieros extraterritoriales. La desagregación no incluye las transacciones ni las posiciones de pasivos de inversiones de cartera, derivados financieros o reservas internacionales. Tampoco se proporcionan datos por separado sobre las rentas de la inversión pendientes de pago a Brasil, China continental, India o Rusia.

Los datos de la cuenta financiera de la balanza de pagos y de la PII de la zona del euro que aparecen en la sección 7.3 se basan en las transacciones y las posiciones frente a no residentes en la zona del euro, considerando la zona del euro como una entidad económica única. La PII se valora a precios corrientes de mercado, con la excepción de las inversiones directas, en las que, en general, se utiliza el valor contable para las acciones no cotizadas y otras inversiones (por ejemplo, préstamos y depósitos).

El cuadro 1 de la sección 7.3 resume la PII y las transacciones financieras de la balanza de pagos de la zona del euro. En el cuadro 2, las columnas 6 y 12 se refieren, respectivamente, a las inversiones directas de los residentes en el extranjero y a las inversiones directas de los no residentes en la zona del euro. Estos conceptos de inversiones directas proceden de la edición anterior del Manual de Balanza de Pagos y de Posición de Inversión Internacional del FMI (MBP5) y su objetivo es aproximar los dos conceptos que figuran en los dos manuales.

En el cuadro 5 de la sección 7.3, el detalle de «préstamos» y «efectivo y depósitos» se basa en el sector de entidades de contrapartida no residentes, es decir, los activos frente a entidades de crédito no residentes se clasifican como depósitos, mientras que los activos frente a otros sectores no residentes se clasifican como préstamos. Este detalle mantiene la distinción efectuada en otras estadísticas, como las del balance consolidado de las IFM, y es acorde con el Manual de Balanza de Pagos del FMI.

En el cuadro 7 de la sección 7.3 se recogen los saldos vivos de las reservas internacionales del Eurosistema y de otros activos y pasivos relacionados con los anteriores. Estos datos no son totalmente comparables con los del estado financiero semanal del Eurosistema, debido a diferencias de cobertura y de valoración. Los datos que figuran en el cuadro 7 siguen las recomendaciones para la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera. Por definición, los activos incluidos en las reservas internacionales del Eurosistema tienen en cuenta la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas. Antes de que los países se incorporen a la zona del euro, los activos de sus bancos centrales nacionales se incluyen en las inversiones de cartera (en el caso de los valores) o de otras inversiones (en el caso de otros activos). Las variaciones en las tenencias de oro del Eurosistema (columna 3) se deben a operaciones con oro efectuadas en los términos del Acuerdo sobre el Oro de los Bancos Centrales, de 26 de septiembre de 1999, actualizado el 27 de septiembre de 2009. En el sitio web del BCE puede consultarse y descargarse una publicación titulada «Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves» (octubre de 2000), con más información sobre el tratamiento

estadístico de las reservas internacionales del Eurosistema. En esta dirección también figuran datos más exhaustivos, acordes con la presentación de las reservas internacionales y la liquidez en moneda extranjera.

Las estadísticas relativas a la deuda externa bruta de la zona del euro que figuran en el cuadro 8 de la sección 7.3 representan los pasivos en circulación (excluidos los pasivos contingentes) frente a no residentes en la zona del euro que exigen el pago del principal o de los intereses por parte del deudor en algún momento o momentos futuros. En el cuadro 8 se presenta la deuda externa bruta desagregada por instrumentos y por sectores institucionales, así como la deuda externa neta (es decir, la deuda externa bruta neta de tenencias de activos de deuda).

En la sección 7.4 figura una presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro, en la que se muestran las operaciones de las instituciones distintas de IFM como contrapartida de las operaciones exteriores netas de las IFM. En las operaciones de las instituciones distintas de IFM se incluyen las transacciones de balanza de pagos para las que no se dispone de detalle por sectores, es decir, las cuentas corriente y de capital (columna 2) y los derivados financieros (columna 11). En la sección «Statistics» del sitio web del BCE puede consultarse una nota metodológica sobre la presentación monetaria de la balanza de pagos de la zona del euro. Véase también el recuadro 1 del Boletín Mensual de junio de 2003.

En la sección 7.5 se recogen datos sobre el comercio exterior de bienes de la zona del euro, cuya fuente es Eurostat. Los índices de comercio en términos nominales y en términos reales están desestacionalizados y ajustados por días laborables. El detalle por grupos de productos que figura en las columnas 4 a 6 y 9 a 11 del cuadro 1 de la sección 7.5 sigue la Clasificación por destino económico de los bienes y se corresponde con las categorías básicas de bienes del Sistema de Cuentas Nacionales. Las manufacturas (columnas 7 y 12) y el petróleo (columna 13) se detallan conforme a las definiciones de la CUCI Rev. 4. El detalle por área geográfica (cuadro 3 de la sección 7.5) presenta los principales socios comerciales, individualmente o por grupos regionales. Los datos de China no incluyen Hong Kong. Al existir diferencias en las definiciones, clasificaciones, cobertura y momento de registro, los datos de comercio exterior, en particular las importaciones, no son totalmente comparables con la rúbrica de bienes de las estadísticas de balanza de pagos (secciones 7.1 y 7.2). Parte de la diferencia tiene su origen en que los seguros y los fletes están incluidos en la rúbrica de importaciones de bienes de los datos de comercio exterior. Para más información, véase el cuadro 1 del documento titulado *Euro area balance of payments and international investment position statistics – 2009 quality report*, BCE, Fráncfort del Meno, marzo de 2010.

Los precios industriales de importación y de exportación (o precios de producción en el mercado no interior) que figuran en el cuadro 2 de la sección 7.5 fueron introducidos por el Reglamento (CE) n° 1158/2005 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de julio de 2005, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 1165/98 del Consejo, que es la principal base legal para las estadísticas coyunturales. El índice de precios industriales de importación incluye los productos industriales importados de países de fuera de la zona del euro tal como se definen en las secciones B a E de la Clasificación estadística de productos por actividades en la Comunidad Económica Europea (CPA) y todos los sectores institucionales importadores, salvo los hogares, las Administraciones Públicas y las instituciones sin fines de lucro. Este índice refleja el precio CIF (coste, seguro y fletes), excluidos los impuestos a las importaciones, y se refiere a las operaciones reales en euros registradas en el punto donde se transfiere la propiedad de los bienes. Los precios industriales de exportación incluyen todos los productos industriales exportados directamente por los productores de la zona del euro a mercados de fuera de la zona, conforme a las secciones B a E de la NACE, Revisión 2. No están incluidas las exportaciones de mayoristas ni las re-exportaciones. Los índices reflejan el precio FOB (franco a bordo) expresado en euros y calculado en las



fronteras de la zona del euro, e incluyen todos los impuestos indirectos, salvo el IVA, y otros impuestos deducibles. Se dispone de los precios industriales de importación y de exportación por grandes sectores industriales, según se definen en el Reglamento (CE) n° 656/2007 de la Comisión, de 14 de junio de 2007. Para más información, véase el recuadro 11 del Boletín Mensual de diciembre de 2008.

## TIPOS DE CAMBIO

En la sección 8.1 se presentan los índices de tipos de cambio efectivos nominales y reales del euro, calculados por el BCE sobre la base de las medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro frente a las monedas de algunos socios comerciales de la zona del euro. Una variación positiva indica una apreciación del euro. Las ponderaciones se basan en el comercio de manufacturas con los socios comerciales de la zona correspondiente a los años 1995-1997, 1998-2000, 2001-2003, 2004-2006 y 2007-2009, y captan los efectos de terceros mercados. Los índices de tipos de cambio efectivos se obtienen encajando los indicadores basados en cada uno de esos cinco conjuntos de ponderaciones al final de cada período de tres años. El período base del índice de tipos de cambio efectivo (TCE) resultante es el primer trimestre de 1999. El grupo de socios comerciales TCE-20 está integrado por los 10 Estados miembros de la UE que no pertenecen a la zona del euro, más Australia, Canadá, China, Corea del Sur, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur y Suiza. El grupo TCE-19 excluye Croacia. El grupo TCE-39 incluye, además de los del TCE-20, los siguientes países: Argelia, Argentina, Brasil, Chile, Filipinas, India, Indonesia, Islandia, Israel, Malasia, Marruecos, México, Nueva Zelanda, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Taiwán, Turquía y Venezuela. Los tipos de cambio efectivos reales se calculan utilizando los índices de precios de consumo (IPC), los índices de precios industriales (IPRI), los deflatores del producto interior bruto, los costes laborales unitarios de las manufacturas (CLUM) y los costes laborales unitarios del total de la economía (CLUT). Las series deflactadas por los CLUM solo están disponibles para el TCE-19.

Para más información sobre el cálculo de los tipos de cambio efectivos, véanse la nota metodológica pertinente y el Occasional Paper del BCE n.º 134 («Revisiting the effective exchange rates of the euro», de Martin Schmitz, Maarten De Clercq, Michael Fidora, Bernadette Lauro y Cristina Pinheiro, junio de 2012), que puede descargarse del sitio web del BCE.

Los tipos de cambio bilaterales que figuran en la sección 8.2 son medias mensuales de los publicados diariamente como tipos de referencia para estas monedas. El tipo de cambio más reciente de la corona islandesa es de 290 coronas por euro y corresponde al 3 de diciembre de 2008.

## EVOLUCIÓN FUERA DE LA ZONA DEL EURO

Las estadísticas correspondientes a otros Estados miembros de la UE (sección 9.1) se basan en los mismos principios que los datos relativos a la zona del euro. Sin embargo, los datos sobre las cuentas corriente y de capital y sobre la deuda externa bruta que se muestran en este cuadro siguen los respectivos conceptos nacionales y no incluyen los fondos de titulización. Los datos de Estados Unidos y Japón que figuran en la sección 9.2 se obtienen de fuentes nacionales.



## ANEXOS

# CRONOLOGÍA DE MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA DEL EUROSISTEMA<sup>1</sup>



### 12 DE ENERO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

### 9 DE FEBRERO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. También ha aprobado los criterios de admisión y las medidas de control de riesgos específicos a cada país para la aceptación temporal de otros créditos como activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema.

### 8 DE MARZO, 4 DE ABRIL Y 3 DE MAYO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente.

### 6 DE JUNIO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 1 %, 1,75 % y 0,25 %, respectivamente. Asimismo, acuerda los detalles relativos a las modalidades y los procedimientos de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 15 de enero de 2013; en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

### 5 DE JULIO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 0,75 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de julio de 2012. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 25 puntos básicos, hasta el 1,50 % y el 0,00 %, respectivamente, con efectos, en ambos casos, a partir del 11 de julio de 2012.

### 2 DE AGOSTO DE 2012

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 0,75 %, 1,50 % y 0,00 %, respectivamente.

<sup>1</sup> La cronología de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema entre 1999 y 2011 puede consultarse en el Informe Anual del BCE de los respectivos años.

#### **6 DE SEPTIEMBRE DE 2012**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 0,75 %, 1,50 % y 0,00 %, respectivamente. Asimismo, decide las características de las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMT, en sus siglas en inglés) en los mercados secundarios de deuda soberana de la zona del euro.

#### **4 DE OCTUBRE Y 8 DE NOVIEMBRE DE 2012**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 0,75 %, 1,50 % y 0,00 %, respectivamente.

#### **6 DE DICIEMBRE DE 2012**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 0,75 %, 1,50 % y 0,00 %, respectivamente. Asimismo, acuerda los detalles relativos a las modalidades y los procedimientos de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 9 de julio de 2013; en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

#### **10 DE ENERO, 7 DE FEBRERO, 7 DE MARZO Y 4 DE ABRIL DE 2013**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 0,75 %, 1,50 % y 0 %, respectivamente.

#### **2 DE MAYO DE 2013**

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 0,50 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 8 de mayo de 2013. Asimismo, decide reducir el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en 50 puntos básicos, hasta situarlo en el 1 % con efectos a partir del 8 de mayo de 2013, y mantener el tipo de interés de la facilidad de depósito en el 0 %. También acuerda los detalles relativos a las modalidades y a los procedimientos de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 8 de julio de 2014; en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

### 6 DE JUNIO, 4 DE JULIO, 1 DE AGOSTO, 5 DE SEPTIEMBRE Y 2 DE OCTUBRE DE 2013

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 0,50%, 1% y 0%, respectivamente.

### 7 DE NOVIEMBRE DE 2013

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés de las operaciones principales de financiación en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 0,25%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 13 de noviembre de 2013. Asimismo, decide reducir el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 0,75% con efectos a partir del 13 de noviembre de 2013, y mantener el tipo de interés de la facilidad de depósito en el 0%. También acuerda los detalles relativos a las modalidades y a los procedimientos de subasta que se han de aplicar en sus operaciones de financiación hasta el 7 de julio de 2015; en concreto, continuar aplicando procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena.

### 5 DE DICIEMBRE DE 2013, 9 DE ENERO, 6 DE FEBRERO, 6 DE MARZO, 3 DE ABRIL Y 8 DE MAYO DE 2014

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 0,25%, 0,75% y 0%, respectivamente.

### 5 DE JUNIO DE 2014

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés de las operaciones principales de financiación (OPF) en 10 puntos básicos, hasta situarlo en el 0,15%, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 11 de junio de 2014. Asimismo, decide reducir el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en 35 puntos básicos, hasta situarlo en el 0,40%, y el tipo de interés de la facilidad de depósito en 10 puntos básicos, hasta el -0,10%, ambos con efectos a partir del 11 de junio de 2014. También decide adoptar nuevas medidas no convencionales, a saber: i) realizar una serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (*targeted longer-term refinancing operation*, TLTRO), con vencimiento en septiembre de 2018, para apoyar el crédito bancario al sector privado no financiero, con un tipo de interés fijo para todo el período de vigencia de cada operación igual al tipo aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema vigente en el momento de su realización, más un diferencial de 10 puntos básicos; ii) continuar ejecutando las OPF mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, al menos hasta el fin del período de mantenimiento de reservas que terminará en diciembre de 2016; iii) ejecutar las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres meses que se adjudicarán antes del fin del período de mantenimiento de reservas que terminará en diciembre de 2016 mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena; iv) interrumpir la operación semanal de ajuste dirigida a esterilizar la liquidez inyectada a través del Programa para los Mercados de Valores; v) intensificar los trabajos preparatorios relacionados con las compras simples en el mercado de bonos de titulación de activos (ABS).



### **3 DE JULIO Y 7 DE AGOSTO DE 2014**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 0,15 %, 0,40 % y -0,10 %, respectivamente.

### **4 DE SEPTIEMBRE DE 2014**

El Consejo de Gobierno del BCE decide reducir el tipo de interés de las operaciones principales de financiación (OPF) en 10 puntos básicos, hasta situarlo en el 0,05 %, con efectos a partir de la operación que se liquidará el 10 de septiembre de 2014. Asimismo, decide reducir los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en 10 puntos básicos, hasta situarlos en el 0,30 %, y el -0,20 %, respectivamente, ambos con efectos a partir del 10 de septiembre de 2014. También decide: i) adquirir una amplia cartera de bonos de titulización de activos (ABS) simples y transparentes, que tengan como subyacente activos frente al sector privado no financiero, en el contexto de un programa de adquisición de ABS llamado ABSPP, y ii) adquirir una amplia cartera de bonos garantizados denominados en euros emitidos por IFM residentes en la zona del euro en el marco de un nuevo programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3). Las intervenciones al amparo de estos programas comenzarán en octubre de 2014.

### **2 DE OCTUBRE DE 2014**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 0,05 %, 0,30 % y -0,20 %, respectivamente. También decide los detalles operativos de los programas de compras de bonos de titulización de activos y de bonos garantizados.

### **6 DE NOVIEMBRE Y 4 DE DICIEMBRE 2014**

El Consejo de Gobierno del BCE decide que el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito se mantengan en el 0,05 %, 0,30 % y -0,20 %, respectivamente.

## EL SISTEMA TARGET (SISTEMA AUTOMATIZADO TRANSEUROPEO DE TRANSFERENCIA URGENTE PARA LA LIQUIDACIÓN BRUTA EN TIEMPO REAL)



TARGET2<sup>1</sup> desempeña un papel fundamental en la promoción de un mercado monetario integrado en la zona del euro, condición indispensable para la ejecución eficaz de la política monetaria única. El sistema contribuye, además, a la integración de los mercados financieros de la zona. Un gran número de participantes puede acceder a TARGET2. Más de 1.000 entidades de crédito europeas usan TARGET2 para procesar pagos por cuenta propia, de otros participantes (indirectos) o de sus clientes. Si se tienen en cuenta las sucursales y filiales, a través de TARGET2 puede accederse a casi 57.000 entidades de crédito de todo el mundo (y, por tanto, a todos sus clientes).

TARGET2 se utiliza para procesar grandes pagos, y pagos en los que el factor tiempo es un elemento crítico, como los que se efectúan para facilitar la liquidación en otros sistemas interbancarios de transferencia de fondos (por ejemplo, el sistema CLS o el EURO1), y para la liquidación de operaciones en el mercado monetario, así como de operaciones en divisas y con valores. El sistema se emplea también para los pagos minoristas de clientes. TARGET2 proporciona firmeza intradía para las transacciones y permite que los fondos abonados en la cuenta de un participante estén disponibles inmediatamente para realizar otros pagos.

### FLUJO DE PAGOS EN TARGET2

En el tercer trimestre de 2014, TARGET2 procesó 22.205.429 operaciones por un importe total de 120.886 mm de euros, lo que representa una media diaria de 336.446 pagos por un importe medio diario de 1.832 mm de euros. El día de máxima actividad de TARGET2 durante este trimestre fue el 30 de septiembre, fecha en la que se procesaron 485.239 pagos. Con una cuota de mercado del 61 % en lo que respecta al número de operaciones y del 91 % en cuanto al importe, TARGET2 mantuvo su posición dominante en el mercado de grandes pagos en euros. El tamaño de la cuota de mercado de TARGET2 confirma que las entidades de crédito tienen gran interés en realizar la liquidación en dinero de banco central. Los pagos interbancarios representaron el 40 % de los pagos totales en lo que se refiere al número de operaciones y del 91 % en cuanto al importe. El importe medio de un pago interbancario procesado en el sistema fue de 12,5 millones de euros, y el de un pago de clientes fue de 0,8 millones de euros. El 67 % de los pagos se realizó por importes inferiores a 50.000 euros, mientras que el 13 % fue superior a un millón de euros. La media diaria de pagos por importe superior a mil millones de euros se situó en 194 operaciones. Todas estas cifras son similares a las registradas en el trimestre anterior.

### PERFIL INTRADÍA DE LAS OPERACIONES Y LOS IMPORTES

El gráfico muestra la distribución intradía de la actividad de TARGET2, es decir, el porcentaje medio de operaciones e importes diarios procesados en las diferentes horas del día, para el tercer trimestre de 2014. Por lo que se refiere al porcentaje de operaciones, la curva se sitúa muy por encima de la distribución lineal, con un 70 % de las operaciones ya procesado a las 13.00 h, hora central europea, y con el 99,7 % liquidado una hora antes del cierre de TARGET2. En cuanto a los importes, la curva se sitúa ligeramente por encima de la distribución lineal hasta la mitad de la jornada, con alrededor del 57 % ya procesado a las 13 h, hora central europea. Posteriormente, la curva se aproxima más a la distribución lineal, lo que indica que los pagos de mayor importe se liquidan en torno a la hora de cierre de TARGET2.

<sup>1</sup> TARGET2 es la segunda generación de TARGET y entró en funcionamiento en 2007.

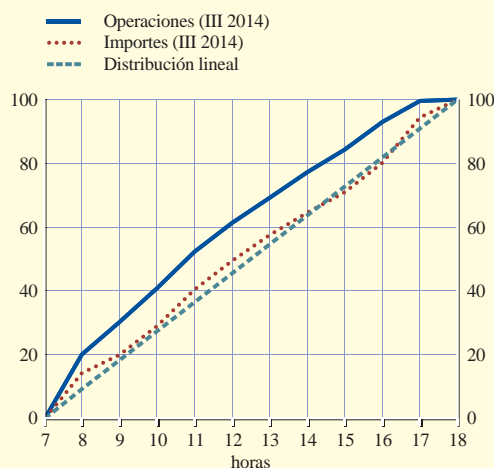
## DISPONIBILIDAD DE TARGET2 Y FUNCIONAMIENTO OPERATIVO

En el tercer trimestre de 2014, TARGET2 logró una disponibilidad del 100%. Las únicas incidencias que se consideran para calcular la disponibilidad de TARGET2 son las que impiden completamente que se procesen pagos durante diez minutos o más entre las 7.00 h y las 18.45 h de un día hábil. Todos los pagos que hay que liquidar normalmente para cumplir con los niveles de servicios acordados<sup>2</sup> se procesaron en menos de cinco minutos, por lo que se cumplieron plenamente las expectativas.

- 2 Los pagos que se derivan de los procedimientos de liquidación llevados a cabo a través de la interfaz para sistemas vinculados se encuentran entre los excluidos para medir la disponibilidad. En el siguiente enlace se puede encontrar más información sobre los indicadores de disponibilidad: <http://www.ecb.europa.eu/paym/t2/professional/indicators/html/index.en.html>.

### Perfil intradía

(porcentajes)



Fuente: BCE.

### Cuadro 1 Órdenes de pago procesadas por TARGET2 y EURO1: número de operaciones

(número de pagos)	2013 III	2013 IV	2014 I	2014 II	2014 III
<b>TARGET2</b>					
Total	22.827.447	23.840.793	22.839.642	22.676.262	22.205.429
Media diaria	345.870	372.512	368.381	365.746	336.446
<b>EURO1 (EBA Clearing)</b>					
Total	15.919.832	15.802.209	14.491.603	14.632.429	14.246.682
Media diaria	241.210	246.910	233.736	236.007	215.859

Notas: En enero de 2013, para mejorar la calidad de los datos de TARGET2, se implantó una nueva metodología para la obtención de datos. El cambio dio lugar a una disminución en los indicadores basados en el importe. Ello ha de tenerse en cuenta al comparar los datos anteriores y posteriores a la fecha de implantación.

### Cuadro 2 Órdenes de pago procesadas por TARGET2 y EURO1: importe de las operaciones

(mm de euros)	2013 III	2013 IV	2014 I	2014 II	2014 III
<b>TARGET2</b>					
Total	121.184	124.076	123.842	127.675	120.886
Media diaria	1.836	1.939	1.966	2.059	1.832
<b>EURO1 (EBA Clearing)</b>					
Total	11.676	11.695	11.757	11.545	11.406
Media diaria	177	183	187	186	173

Nota: Véanse notas del cuadro 1.



## PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

El BCE publica distintos documentos que proporcionan información sobre sus principales actividades: política monetaria, estadísticas, sistemas de pago y de liquidación de valores, estabilidad y supervisión financieras, cooperación internacional y europea y asuntos jurídicos.

### PUBLICACIONES ESTATUTARIAS

- Informe Anual
- Informe de Convergencia
- Boletín Mensual

### DOCUMENTOS DE INVESTIGACIÓN

- Legal Working Paper Series
- Occasional Paper Series
- Research Bulletin
- Working Paper Series

### PUBLICACIONES RELACIONADAS CON LAS FUNCIONES DEL BCE Y OTRAS PUBLICACIONES

- Enhancing monetary analysis
- Financial integration in Europe
- Financial Stability Review
- Statistics Pocket Book
- El Banco Central Europeo: historia, papel y funciones
- The international role of the euro
- La aplicación de la política monetaria en la zona del euro («Documentación General»)
- La política monetaria del BCE
- The payment system

El BCE también publica folletos e información sobre distintos temas, como billetes y monedas en euros, así como actas de seminarios y conferencias.

La lista completa de documentos (en formato pdf) publicados por el BCE y por el Instituto Monetario Europeo, el precursor del BCE de 1994 a 1998, se encuentra en el sitio web del BCE <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. Los códigos de idioma indican en qué lengua está disponible cada publicación.







## GLOSARIO

En este glosario se ofrece la definición de algunas de las expresiones que se utilizan con frecuencia en el Boletín Mensual. Puede consultarse un glosario más completo y detallado en la dirección del BCE en Internet ([www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html)).

**Activos de garantía:** activos pignorados o transferidos de algún modo como garantía de devolución de los préstamos, así como activos vendidos como parte de las cesiones temporales. Los activos de garantía utilizados en las operaciones temporales del Eurosistema deben cumplir determinados criterios de selección.

**Activos de reserva:** véase reservas internacionales.

**Activos exteriores netos de las IFM:** activos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como oro, billetes y monedas en moneda extranjera, valores emitidos por no residentes en la zona del euro y préstamos concedidos a no residentes en la zona) menos pasivos exteriores del sector de las IFM de la zona del euro (como depósitos y cesiones temporales de los no residentes en la zona del euro, así como sus participaciones en fondos del mercado monetario y valores representativos de deuda emitidos por las IFM hasta dos años).

**Administraciones Públicas:** según la definición del SEC 2010, este sector comprende las unidades residentes que se dedican principalmente a la producción de bienes y servicios no de mercado que se destinan al consumo individual o colectivo y/o que efectúan operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional. Incluye las Administraciones central, regional y local, así como las Administraciones de Seguridad Social, quedando excluidas las entidades de titularidad pública que lleven a cabo operaciones comerciales, como las empresas públicas.

**Ajuste entre déficit y deuda (Administraciones Públicas):** la diferencia entre el déficit público y las variaciones en la deuda de las Administraciones Públicas.

**Apoyo reforzado al crédito:** medidas no convencionales adoptadas por el BCE/Eurosistema durante la crisis financiera para sostener las condiciones de financiación y los flujos de crédito en mayor medida de lo que podría lograrse solamente con la reducción de los tipos de interés oficiales del BCE.

**Balance consolidado del sector de las IFM:** obtenido mediante la exclusión de las posiciones cruzadas entre las IFM que figuran en su balance agregado (como, por ejemplo, los préstamos recíprocos entre IFM). Ofrece información estadística sobre los activos y pasivos del sector de las IFM frente a residentes en la zona del euro que no pertenecen a este sector (es decir, las Administraciones Públicas y otros residentes) y frente a los no residentes. El balance consolidado constituye la principal fuente de información estadística para el cálculo de los agregados monetarios y es la base del análisis periódico de las contrapartidas de M3.

**Balanza de pagos:** información estadística que resume las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado.

**Base de reservas:** suma de las rúbricas del balance computables (en particular, pasivos) que constituyen la base para calcular las *exigencias de reservas* de una *entidad de crédito*.

**Carga fiscal (Administraciones públicas):** partida que agrupa las categorías de ingresos públicos que son obligatorios y sin contrapartida. Se compone de impuestos directos e indirectos, cotizaciones sociales e impuestos sobre el capital.

**Comercio exterior de bienes:** exportaciones e importaciones de bienes fuera de la zona del euro, medidas en términos nominales, reales y como índices de valor unitario. Las estadísticas de comercio exterior no son comparables con las exportaciones e importaciones registradas en las cuentas nacionales, pues éstas incluyen operaciones dentro y fuera de la zona del euro y también combinan los bienes y los servicios. Tampoco son totalmente comparables con la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos. Además de ajustes metodológicos, la principal diferencia estriba en el hecho de que en las estadísticas de comercio exterior las importaciones se registran con seguros y fletes, mientras que en la partida de bienes de las estadísticas de balanza de pagos se registran sin cargo a bordo.

**Costes laborales unitarios:** medida del total de costes laborales por unidad de producto, calculada para la zona del euro como la remuneración total por asalariado en relación con la productividad del trabajo (definida como el PIB por persona ocupada).

**Crédito de las IFM a residentes en la zona del euro:** préstamos de las IFM a residentes en la zona del euro distintos de IFM (incluidas las Administraciones Públicas y el sector privado) y valores emitidos por residentes en la zona distintos de IFM mantenidos por IFM (acciones, otras participaciones y valores distintos de acciones).

**Cuenta de bienes:** una cuenta de la balanza de pagos que muestra las transacciones de bienes entre residentes y no residentes. Los bienes son artículos sobre los cuales se pueden establecer derechos de propiedad y cuya propiedad económica puede ser traspasada de una unidad institucional a otra mediante transacciones.

**Cuenta corriente:** cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones de bienes y servicios, rentas (primarias y secundarias) entre residentes y no residentes.

**Cuenta de capital:** cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las transferencias de capital y las adquisiciones/cesiones de activos no financieros no producidos entre residentes y no residentes.

**Cuentas de capital:** parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) compuesta por las variaciones del patrimonio neto atribuibles al ahorro neto, a las transferencias de capital netas y a la adquisición neta de activos no financieros.

**Cuenta de la renta primaria:** una cuenta de la balanza de pagos que incluye dos tipos de transacciones con no residentes, a saber, i) las que suponen la remuneración de los asalariados abonada o percibida por trabajadores no residentes (v.g., trabajadores transfronterizos, temporeros y otros trabajadores con contratos a corto plazo y ii) las que suponen el cobro o el pago de rentas de inversión derivadas de los activos o pasivos exteriores, incluyendo estos últimos los ingresos y los pagos procedentes de las inversiones directas, las inversiones de cartera y otras inversiones, así como los ingresos procedentes de activos de reserva.

**Cuenta de la renta secundaria:** cuenta de la balanza de pagos que muestra las transferencias corrientes entre residentes y no residentes. Las transferencias corrientes incluyen todas las transferencias que no son de capital y que corresponden a la provisión de un bien, servicio, activo financiero u otro activo no producido por parte de una unidad institucional a otra unidad institucional sin obtener a cambio un artículo de valor económico.

**Cuenta de servicios:** cuenta de la balanza de pagos que incluye las transacciones entre residentes y no residentes en servicios. Los servicios son el resultado de una actividad productiva que modifica el estado de las unidades consumidoras o facilita el intercambio de productos o activos financieros. Los servicios no son,

por lo general, artículos diferenciados sobre los cuales se puedan establecer derechos de propiedad y generalmente no pueden separarse de su producción.

**Cuenta financiera:** cuenta de la balanza de pagos que incluye todas las operaciones relativas a inversiones directas, inversiones de cartera, otras inversiones, derivados financieros y activos de reserva entre residentes y no residentes.

**Cuentas financieras:** parte del sistema de cuentas nacionales (o de la zona del euro) que muestra las posiciones financieras (saldos o balances), las operaciones financieras y otras variaciones de los distintos sectores institucionales de una economía por tipo de activo financiero.

**Curva de rendimientos:** representación gráfica de la relación, en un momento dado, entre el tipo de interés o rendimiento y el vencimiento residual de los valores representativos de deuda suficientemente homogéneos, pero a vencimientos diferentes. La pendiente de la curva de rendimientos puede medirse como la diferencia entre los tipos de interés o el rendimiento a dos vencimientos distintos.

**Déficit (Administraciones Públicas):** necesidad de financiación de las Administraciones Públicas, es decir, la diferencia entre el total de ingresos y gastos públicos.

**Deflación:** descenso significativo y persistente de los precios de un amplio conjunto de bienes y servicios de consumo que queda incorporado a las expectativas.

**Desinflación:** proceso de desaceleración de la inflación que da lugar a tasas de inflación negativas de carácter temporal.

**Deuda (Administraciones Públicas):** deuda bruta (efectivo y depósitos, préstamos y valores representativos de deuda) a su valor nominal que permanece viva a fin de año y que está consolidada entre los sectores de las Administraciones Públicas y dentro de ellos.

**Deuda (cuentas financieras):** préstamos de los hogares, así como préstamos, valores representativos de deuda, créditos comerciales y pasivos derivados de los sistemas de pensiones (resultantes de los planes de pensiones de empleo constituidos por las empresas a favor de sus asalariados) de las sociedades no financieras, valorados a precios de mercado a fin de período.

**Deuda externa bruta:** el saldo vivo de los pasivos corrientes reales (es decir, no contingentes) de una economía que exigen el pago del principal o de los intereses a los no residentes en algún momento futuro.

**Deuda externa neta:** partida equivalente a los pasivos en forma de deuda externa bruta, menos los activos exteriores brutos en instrumentos de deuda).

**Deuda pública indexada a la inflación:** valores de renta fija emitidos por las Administraciones Públicas, cuyos pagos de cupón y principal están ligados a un índice de precios de consumo determinado.

**Empresas de seguros y fondos de pensiones (ESFP):** sociedades y cuasi sociedades no financieras que se dedican principalmente a la intermediación financiera resultante de la compensación de riesgos.

**Encuesta a expertos en previsión económica (EPE):** encuesta trimestral que el BCE ha llevado a cabo desde el año 1999 y en la que se recogen las previsiones macroeconómicas de los expertos de instituciones

financieras y no financieras radicadas en la UE respecto a la inflación, el crecimiento del PIB real y el desempleo de la zona del euro.

**Encuesta sobre préstamos bancarios (EPB):** encuesta trimestral sobre políticas crediticias que el Eurosistema viene realizando desde enero del 2003. En esa encuesta, que está dirigida a una muestra predeterminada de entidades de crédito de la zona del euro, se formulan preguntas cualitativas sobre los criterios de aprobación de los préstamos, las condiciones aplicables a los mismos y la demanda de crédito para las empresas y los hogares.

**Encuestas a los directores de compras de la zona del euro:** encuestas sobre la actividad en los sectores manufacturero y de servicios realizadas en algunos países de la zona del euro y utilizadas para elaborar índices. El índice de directores de compras de la industria manufacturera de la zona del euro es un indicador ponderado que se calcula a partir de índices de producción, nuevos pedidos, empleo, plazos de entrega de proveedores e inventarios de compras. La encuesta al sector servicios incluye preguntas sobre la actividad en el sector, expectativas relativas a la actividad futura, operaciones en curso, nuevas operaciones, empleo, precios de los consumos intermedios y precios cobrados. El índice compuesto o sintético de la zona del euro se calcula combinando los resultados de las encuestas a los sectores manufacturero y de servicios.

**Encuestas de opinión de la Comisión Europea:** encuestas económicas armonizadas a empresarios y/o consumidores realizadas por cuenta de la Comisión Europea en cada uno de los Estados miembros de la UE. Estas encuestas basadas en cuestionarios van dirigidas a los directivos de los sectores manufacturero, de la construcción, del comercio al por menor y de los servicios, así como a los consumidores. A partir de cada encuesta mensual se calculan unos índices que sintetizan las respuestas a distintas preguntas en un único indicador (indicadores de confianza).

**EONIA (índice medio del tipo del euro a un día):** medida del tipo de interés vigente en el mercado interbancario del euro a un día, que se calcula como media ponderada de los tipos de interés de las operaciones de préstamo a un día sin garantías, denominadas en euros, de acuerdo con la información facilitada por un panel de bancos.

**Estabilidad de precios:** definida por el Consejo de Gobierno como un incremento interanual del IAPC para la zona del euro inferior al 2%. El Consejo de Gobierno también ha puesto de manifiesto que, con el fin de conseguir la estabilidad de precios, pretende mantener las tasas de inflación por debajo del 2%, pero próximas a este valor, en el medio plazo.

**Euríbor (tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro):** tipo de interés de oferta al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos en euros a otra. El euríbor se calcula diariamente, basándose en los tipos de interés de una muestra de bancos, para distintos vencimientos hasta doce meses.

**Eurosistema:** sistema de bancos centrales compuesto por el BCE y los BCN de los Estados miembros cuya moneda es el euro.

**Exceso de liquidez:** cantidad de reservas mantenidas por las entidades de crédito en el banco central por encima de las necesidades de liquidez agregadas del sistema bancario, determinadas por las exigencias de reservas y los factores autónomos.

**Exigencia de reservas:** exigencia de que una entidad mantenga reservas mínimas en el banco central durante un período de mantenimiento. El cumplimiento de las exigencias se calcula sobre la base de la media de los saldos diarios en las cuentas de reservas durante el período de mantenimiento.

**Facilidad de depósito:** facilidad permanente del Eurosistema que permite a las entidades de contrapartida realizar depósitos a un día en el BCN de su jurisdicción, por iniciativa propia. Los depósitos están remunerados a un tipo de interés especificado previamente que representa normalmente un límite inferior para los tipos de interés del mercado a un día.

**Facilidad marginal de crédito:** facilidad permanente del Eurosistema que permite a las entidades de contrapartida recibir créditos a un día del BCN de su jurisdicción a un tipo de interés especificado previamente en forma de operación temporal, por iniciativa propia. El tipo de interés de los préstamos concedidos en el ámbito de la facilidad marginal de crédito representa normalmente un límite superior para los tipos de interés del mercado a un día.

**Factores autónomos de liquidez:** factores de liquidez que habitualmente no tienen su origen en el uso de los instrumentos de política monetaria. Incluyen, por ejemplo, los billetes en circulación, los depósitos de las Administraciones Públicas en el banco central y los activos exteriores netos del banco central.

**Fondos de inversión no monetarios:** instituciones financieras que agrupan el capital captado del público y lo invierten en activos financieros y no financieros. Véase también IFM.

**Forward guidance:** comunicación del Consejo de Gobierno sobre la orientación condicional de la política monetaria con respecto a la evolución futura de los tipos de interés oficiales del BCE.

**IFM (instituciones financieras monetarias):** instituciones financieras que constituyen el sector emisor de dinero de la zona del euro. Incluyen i) el Eurosistema, ii) las entidades de crédito residentes en la zona (definidas con arreglo al derecho de la UE), iii) las instituciones financieras cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de IFM y en conceder créditos y/o invertir en valores por cuenta propia (al menos en términos económicos), así como entidades de dinero electrónico que se dedican principalmente a la intermediación financiera emitiendo dinero electrónico, y iv) fondos del mercado monetario, esto es, instituciones de inversión colectiva que invierten en instrumentos a corto plazo y de bajo riesgo.

**Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC):** medida de la evolución de los precios de consumo elaborada por Eurostat y armonizada para todos los Estados miembros de la UE.

**Índice de costes laborales por hora:** medida de los costes laborales, incluidos los sueldos y salarios brutos (en efectivo y en especie, incluidos los componentes salariales variables) y otros costes laborales (cotizaciones sociales a cargo de los empresarios más impuestos relacionados con el empleo pagados por el empresario menos las subvenciones recibidas por el empresario) por hora trabajada (incluidas las horas extraordinarias).

**Índice de salarios negociados:** medida del resultado directo de los acuerdos alcanzados en los convenios colectivos en términos de sueldo o salario base (es decir, excluidas las primas o complementos salariales) en el ámbito de la zona del euro. Se refiere a la variación media implícita de los sueldos y salarios mensuales.

**Inflación:** incremento del nivel general de precios; por ejemplo, del índice de precios de consumo.

**Inversiones de cartera:** categoría funcional de la balanza de pagos y la posición de inversión internacional que incluye transacciones y/o posiciones de residentes en valores emitidos por no residentes en la zona del euro («activos») y transacciones y/o posiciones netas de no residentes en valores emitidos por residentes («pasivos»). Comprende participaciones en el capital (incluidas participaciones en fondos de inversión) y valores representativos de deuda (con vencimientos a corto y a largo plazo). Para que se considere activo de cartera, la participación en una empresa debe ser equivalente o inferior al 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto.

**Inversiones directas:** categoría funcional de la balanza de pagos y la posición de inversión internacional que registra las inversiones que dan el control o un grado de influencia significativo ( en la práctica, por una participación de al menos el 10% de las acciones ordinarias o con derecho de voto) sobre la gestión de una empresa residente en otra economía. La categoría incluye el capital, los beneficios reinvertidos y los instrumentos de deuda (sobre todo los préstamos entre empresas relacionadas).

**M1:** agregado monetario estrecho que comprende el efectivo en circulación y los depósitos a la vista mantenidos en IFM y la Administración Central (por ejemplo, en Correos o en el Tesoro).

**M2:** agregado monetario intermedio que comprende M1 y los depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses (es decir, depósitos de ahorro a corto plazo) y depósitos a plazo hasta dos años (es decir, depósitos a plazo a corto plazo) mantenidos en IFM y la Administración Central.

**M3:** agregado monetario amplio que comprende M2 y los instrumentos negociables, en particular, cesiones temporales, participaciones en fondos del mercado monetario y valores representativos de deuda emitidos por las IFM hasta dos años.

**MTC II (mecanismo de tipos de cambio II):** mecanismo de tipos de cambio que proporciona el marco para la cooperación en materia de política cambiaria entre los países de la zona del euro y los Estados miembros de la UE que no participan en la tercera fase de la UEM.

**Necesidad de financiación (Administraciones Públicas):** contracción neta de deuda, en forma de efectivo y depósitos, por el sector de Administraciones Públicas.

**Operaciones de absorción de liquidez:** operación a través de la cual el Eurosistema absorbe liquidez con el fin de reducir el exceso de liquidez o de crear una escasez de fondos. Tales operaciones pueden llevarse a cabo mediante la emisión de certificados de deuda o de depósitos a plazo fijo.

**Operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML):** operación de mercado abierto con vencimiento superior a una semana realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Las operaciones mensuales de carácter regular tienen un vencimiento a tres meses. Durante la crisis financiera que se inició en agosto de 2007, se llevaron a cabo operaciones complementarias con vencimientos comprendidos entre un período de mantenimiento y 36 meses, con periodicidad variable.

**Operación de mercado abierto:** operación ejecutada en los mercados financieros a iniciativa del banco central. Estas operaciones incluyen operaciones temporales, operaciones simples, así como la emisión de depósitos a plazo fijo o certificados de depósitos o swaps de divisas. Las operaciones de mercado abierto pueden ser de inyección o de absorción de liquidez.



**Operación principal de financiación (OPF):** operación de mercado abierto regular realizada por el Eurosistema en forma de operación temporal. Estas operaciones se llevan a cabo mediante procedimientos de subasta estándar de periodicidad semanal y tienen, normalmente, un vencimiento a una semana.

**Operación temporal:** operación por la cual el BCN compra o vende activos mediante una cesión temporal o realiza operaciones de crédito con garantía de activos.

**Otras inversiones:** categoría funcional de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional que incluye las transacciones y posiciones financieras con no residentes relativas a instrumentos no negociables, es decir, depósitos y préstamos, créditos comerciales y anticipos y otras cuentas pendientes de cobro y pago.

**Otras instituciones financieras (OIF):** todas las sociedades financieras y cuasisociedades cuya actividad principal es la producción de servicios financieros pero que no son IFM, fondos de inversión, empresas de seguros o fondos de pensiones.

**Paridad central (o tipo central):** tipo de cambio frente al euro de cada una de las monedas que participan en el MTC II y en torno al cual se definen las bandas de fluctuación del MTC II.

**Paridad del poder adquisitivo (PPA):** tipo de cambio al que una moneda se convierte en otra para equiparar el poder adquisitivo de ambas, eliminando las diferencias en los niveles de precios vigentes en los respectivos países. En su forma más sencilla, el PPA muestra la ratio de los precios del mismo bien o servicio en la moneda nacional de los distintos países.

**Pasivos financieros a más largo plazo de las IFM:** depósitos a plazo a más de dos años, depósitos disponibles con preaviso a más de tres meses, valores representativos de deuda emitidos por IFM de la zona del euro a un plazo a la emisión superior a dos años, y el capital y las reservas del sector de las IFM de la zona del euro.

**Población activa:** total de trabajadores ocupados y parados.

**Posición de inversión internacional (PII):** valor y composición del saldo vivo de activos y pasivos financieros de una economía frente al resto del mundo.

**Precios industriales:** precio de venta a pie de fábrica (sin excluir los costes de transporte) de todos los productos vendidos por la industria, excluida la construcción, en el mercado nacional de los países de la zona del euro, excluidas las importaciones.

**Producción industrial:** valor añadido bruto generado por la industria a precios constantes.

**Productividad del trabajo:** producción que puede generarse con la utilización de una cantidad dada de trabajo. La productividad del trabajo puede medirse de varias maneras, aunque habitualmente se mide como el PIB dividido bien por el empleo total, o bien por el total de horas trabajadas.

**Producto interior bruto (PIB):** valor de la producción total de bienes y servicios de la economía, excluidos los consumos intermedios e incluidos los impuestos netos sobre producción e importaciones. El PIB puede desagregarse por producto, gasto e ingresos. Los principales agregados del gasto que componen

el PIB son el consumo final de los hogares, el consumo final de las Administraciones Públicas, la formación bruta de capital fijo, la variación de existencias, las importaciones y las exportaciones de bienes y servicios (incluido el comercio dentro de la zona del euro).

**Ratio de déficit en relación con el PIB (Administraciones Públicas):** proporción entre el déficit público y el PIB a precios corrientes de mercado. Constituye uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el artículo 126, apartado, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo. También se la denomina ratio de déficit presupuestario o ratio de déficit fiscal.

**Ratio de deuda en relación con el PIB (Administraciones Públicas):** proporción entre la deuda pública y el PIB a precios corrientes de mercado. Constituye uno de los criterios de convergencia fiscal establecidos en el artículo 126, apartado 2, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea utilizado para determinar la existencia de un déficit excesivo.

**Remuneración por asalariado o por hora trabajada:** remuneración total, en efectivo o en especie, que una empresa paga a sus asalariados, es decir, los sueldos y salarios brutos, así como los componentes salariales variables, las horas extraordinarias y las cotizaciones sociales a cargo de la empresa, dividida por el número total de asalariados o por el número total de horas trabajadas.

**Reservas internacionales:** activos exteriores controlados por las autoridades monetarias, de los que pueden disponer de inmediato para financiar directamente o para regular la magnitud de los desequilibrios en los pagos mediante la intervención en los mercados de divisas. Las reservas internacionales de la zona del euro se componen de activos no denominados en euros frente a no residentes en la zona del euro, oro, derechos especiales de giro y posiciones de reserva en el FMI mantenidas por el Eurosistema.

**Saldo fiscal estructural (Administraciones Públicas):** el saldo presupuestario observado ajustado por factores cíclicos (es decir, el saldo ajustado de ciclo) y por medidas fiscales de carácter extraordinario y transitorio.

**Saneamiento parcial:** ajuste a la baja del valor de los préstamos incluidos en los balances de las IFM cuando se considera que éstos han pasado a ser parcialmente incobrables.

**Saneamiento total:** eliminación del valor de los préstamos de los balances de las IFM cuando se considera que éstos son totalmente incobrables.

**Sociedad instrumental:** entidad cuya actividad principal es llevar a cabo operaciones de titulización. Suele emitir valores negociables que se ofrecen para su compra por el público en general o se venden en forma de colocaciones privadas, y que están respaldados por una cartera de activos (habitualmente préstamos) que mantiene la sociedad instrumental. En algunos casos, en la operación de titulización pueden participar varias sociedades instrumentales, de modo que una sociedad mantiene los activos titulizados y otra emite los valores respaldados por dichos activos.

**Subasta a tipo de interés fijo:** procedimiento de subasta en el que el banco central establece con antelación el tipo de interés, y las entidades de contrapartida participantes solicitan el volumen de liquidez que desean obtener al tipo de interés fijado.

**Subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena:** procedimiento de subasta en el que el banco central especifica previamente el tipo de interés (tipo fijo) y en el que las contrapartidas pujan por la cantidad de dinero que desean obtener a ese tipo, sabiendo de antemano que todas sus pujas se cubrirán (adjudicación plena).

**Subasta a tipo de interés variable:** procedimiento de subasta en el que las entidades de contrapartida pujan tanto por el volumen de liquidez que desean obtener del banco central como por el tipo de interés al que desean participar.

**Tasa de inflación implícita:** diferencial entre el rendimiento de un bono nominal y el de un bono indexado a la inflación con el mismo vencimiento o con un vencimiento tan similar como sea posible.

**Tipos de cambio efectivos del euro (TCE, nominales/reales):** medias ponderadas de los tipos de cambio bilaterales del euro en relación con las monedas de los principales socios comerciales de la zona del euro. Los índices de tipos de cambio efectivos nominales del euro se calculan frente a grupos diferentes de socios comerciales: el TCE-20, integrado por los 10 Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y 10 socios comerciales extracomunitarios, y el TCE-40, compuesto por el TCE-20 y otros 20 países. Las ponderaciones utilizadas reflejan la participación de cada socio en el comercio de bienes manufacturados de la zona del euro, así como la competencia en terceros mercados. Los tipos de cambio efectivos reales son tipos de cambio efectivos nominales deflactados por una media ponderada de precios o costes externos en relación con los precios o costes de la zona del euro. Por lo tanto, son medidas de la competitividad en términos de precios y costes.

**Tipos de interés de las IFM:** tipos de interés aplicados por las entidades de crédito y otras IFM residentes en la zona del euro, excluidos los bancos centrales y los fondos del mercado monetario, a los depósitos y préstamos denominados en euros frente a los hogares y las sociedades no financieras residentes en los países de la zona.

**Tipos de interés oficiales del BCE:** tipos de interés que fija el Consejo de Gobierno y que reflejan la orientación de la política monetaria del BCE. Son los tipos de interés de las operaciones principales de financiación, el de la facilidad marginal de crédito y el de la facilidad de depósito.

**Tipo máximo de puja:** tipo de interés más alto al que las entidades de contrapartida pueden pujar en las operaciones de drenaje de liquidez ejecutadas mediante subastas a tipo de interés variable.

**Tipo mínimo de puja:** tipo de interés más bajo al que las entidades de contrapartida pueden pujar en las operaciones de inyección de liquidez ejecutadas mediante subastas a tipo de interés variable.

**Titulización:** operación o sistema por el que un activo o un conjunto de activos que generan un flujo financiero, que suelen ser préstamos (hipotecas, préstamos al consumo, etc.), es transferido del originador (habitualmente una entidad de crédito) a una sociedad instrumental. Esta sociedad instrumental convierte estos activos en valores negociables mediante la emisión de instrumentos de renta fija que atienden el pago del principal y los intereses con los flujos financieros generados por el conjunto de activos.

**Vacantes:** término colectivo que incluye los empleos de nueva creación, los puestos de trabajo sin cubrir o los que estarán disponibles en un futuro próximo, respecto de los cuales la empresa ha adoptado medidas activas para encontrar un candidato idóneo.

**Valor de referencia para el crecimiento de M3:** tasa de crecimiento interanual de M3 que se considera compatible con la estabilidad de precios a medio plazo. Actualmente, el valor de referencia para el crecimiento anual de M3 es 4,5 %.

**Valores de renta variable:** representan una participación en la propiedad de una empresa, es decir, acciones cotizadas en Bolsa (acciones cotizadas), acciones no cotizadas y otras formas de participación. Los valores de renta variable suelen generar ingresos en forma de dividendos.

**Valores representativos de deuda:** representan la promesa del emisor (es decir, del prestatario) de efectuar uno o más pagos al tenedor (el prestamista) en una fecha o fechas futuras. Habitualmente tienen un tipo de interés nominal específico (el cupón) y/o se venden a descuento respecto al importe que se reembolsará al vencimiento. Los valores representativos de deuda a más de un año se clasifican como valores a largo plazo.

**Volatilidad:** el grado de fluctuación de una variable dada.

**Volatilidad implícita:** la volatilidad esperada (es decir, la desviación típica) de las tasas de variación del precio de un activo (v. g., una acción o un bono). Puede obtenerse a partir del precio de los activos, de la fecha de vencimiento y del precio de ejercicio de sus opciones, así como de una tasa de rendimiento sin riesgo, utilizando un modelo de valoración de opciones como el modelo Black-Scholes.

**Zona del euro:** incluye aquellos Estados miembros de la UE que, de conformidad con el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, han adoptado el euro como moneda única.