

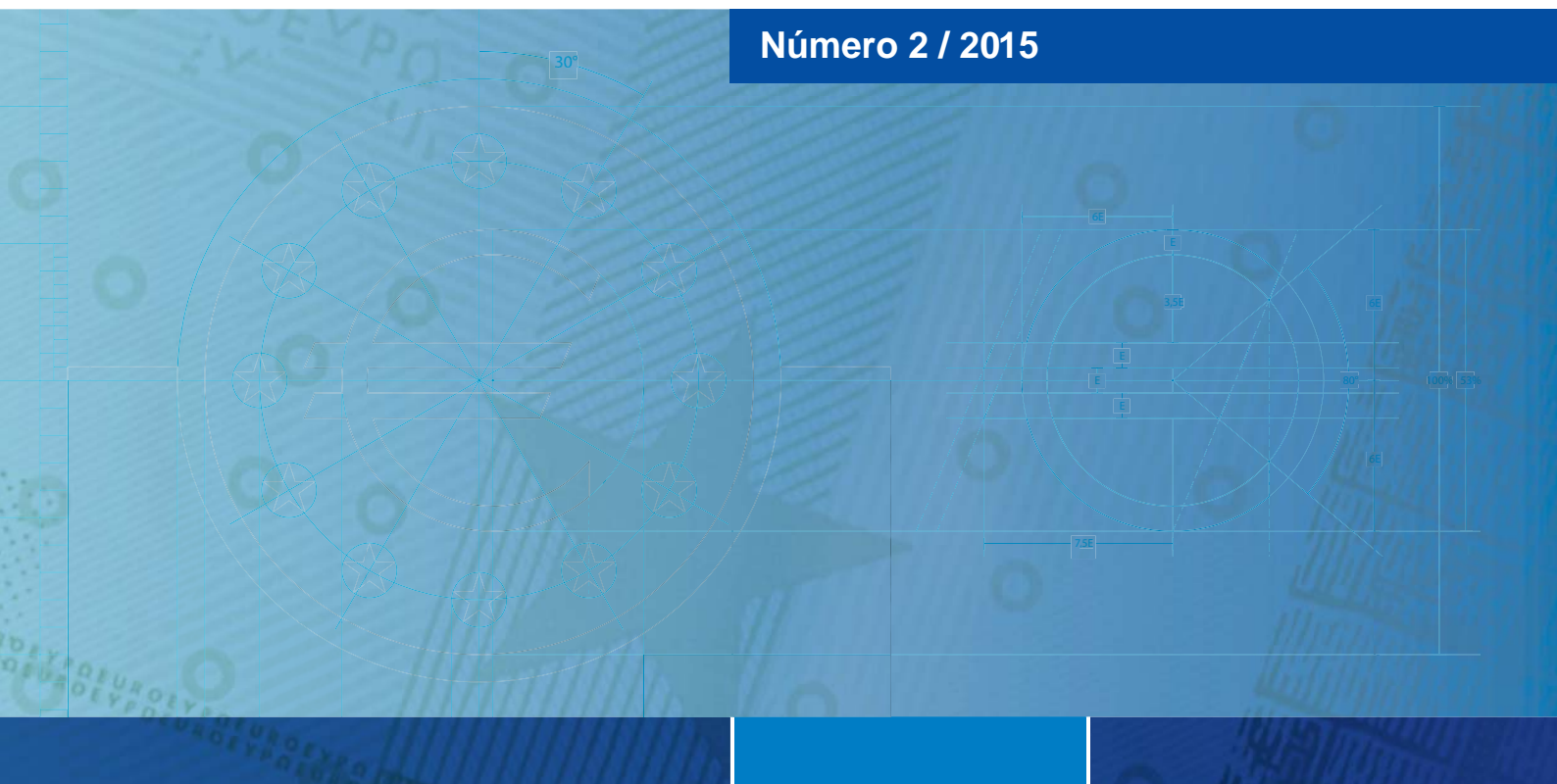


BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 2 / 2015



© Banco Central Europeo, 2015

© De la traducción: Banco de España,
Madrid, 2015

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

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 4 de marzo de 2015.

ISSN 1725-2822 (edición electrónica)

Depósito legal: M. 1235 - 1999



ÍNDICE

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

Rasgos básicos	5
1 Entorno exterior	9
2 Evolución financiera	14
3 Actividad económica	19
4 Precios y costes	24
5 Dinero y crédito	30
6 Evolución de las finanzas públicas	36

RECUADROS

Recuadro 1 Análisis de la evolución de la inflación en Estados Unidos utilizando la curva de Phillips	39
Recuadro 2 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 12 de noviembre de 2014 y el 27 de enero de 2015	43
Recuadro 3 Evolución reciente del tipo de cambio efectivo del euro	47
Recuadro 4 Factores determinantes de la evolución reciente del ahorro de los hogares en la zona del euro	50
Recuadro 5 El procedimiento relativo a los desequilibrios macroeconómicos 2015	53
Recuadro 6 Efectos del comercio electrónico en la inflación	56
Recuadro 7 Seguimiento de la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2015	60

RESUMEN DE LOS ARTÍCULOS

Avances y posibles efectos de las reformas estructurales en la zona del euro	63
¿Quiénes son los tenedores? Nueva información sobre las carteras de valores	64

ESTADÍSTICAS

SI

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

RASGOS BÁSICOS



Con el fin de cumplir el mandato del BCE de mantener la estabilidad de precios, el Consejo de Gobierno ha adoptado una serie de medidas de política monetaria destinadas a proporcionar un grado suficiente de acomodación de la política monetaria. Tras las iniciativas adoptadas por el BCE en este ámbito entre junio y septiembre de 2014, que comprendieron recortes adicionales de los tipos de interés, la introducción de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO) y compras de determinados activos del sector privado (en el marco del programa de compras de bonos de titulización de activos ABSPP y del tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados CBPP3, en enero de 2015, el Consejo de Gobierno decidió ampliar su programa de compra de activos para incluir, a partir de marzo, valores con grado de inversión denominados en euros emitidos por administraciones centrales y agencias de la zona del euro e instituciones europeas. Las compras mensuales de valores de los sectores público y privado ascenderán a un total de 60 mm de euros. Se prevé que estas adquisiciones continúen al menos hasta finales de septiembre de 2016 y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la trayectoria de inflación que sea compatible con su objetivo de mantener las tasas de inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo.

El programa de compra de activos ya ha producido una relajación sustancial de las condiciones financieras generales. En diciembre de 2014 y en la mayor parte de enero de 2015, la evolución de los mercados financieros estuvo determinada, en gran medida, por las expectativas de los mercados en relación con el anuncio del programa de compra de activos. En este contexto, los rendimientos de los bonos de la zona del euro se redujeron para los distintos instrumentos, vencimientos y emisores y, en muchos casos, registraron nuevos mínimos históricos. Dado que la disminución del rendimiento de la deuda soberana a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro coincidió con el aumento del rendimiento de los bonos equivalentes en Estados Unidos, la divergencia entre el rendimiento de la deuda pública de la zona del euro y el de la deuda pública de Estados Unidos continuó. Los rendimientos de los bonos soberanos de la zona del euro con categorías de calificación más bajas también cayeron, pero mostraron mayor volatilidad en un entorno de incertidumbre sobre la continuidad del acceso de Grecia a la asistencia financiera. Los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión continuaron estrechándose, mientras que los diferenciales de los bonos de titulización de activos se mantuvieron prácticamente estables. Tras el anuncio del programa de compra de activos, los rendimientos de los bonos de la zona del euro registraron una caída adicional, mientras que las cotizaciones de las acciones de la zona experimentaron un avance considerable. El tipo de cambio del euro se ha debilitado significativamente en los últimos meses.

La evolución favorable de los mercados financieros se ha traducido en una reducción de los costes de financiación de las entidades de crédito, que se ha transmitido gradualmente al coste de la financiación externa del sector privado. Las medidas de política monetaria del BCE han originado una mejora de las condiciones de financiación de las entidades de crédito, con una disminución del rendimiento de los bonos bancarios no garantizados hasta mínimos históricos en el cuarto trimestre de 2014. Esta mejora se ha transmitido gradualmente a los tipos de interés de los préstamos bancarios concedidos a los hogares y a las sociedades no financieras, que en el tercer y cuarto trimestre de 2014 cayeron sustancialmente. La reducción de los costes de financiación bancaria y de los tipos de interés del crédito bancario en la segunda mitad de 2014 puede atribuirse, en parte, a las TLTRO, que están destinadas a mejorar el acceso de las entidades de crédito a la liquidez a más largo plazo y a estimular el crecimiento del crédito en la economía real. Las TLTRO deberían haber contribuido también a estrechar los márgenes de los préstamos concedidos a los hogares y a las sociedades no financieras de la zona del euro. Con el fin de respaldar la eficacia de las TLTRO en su favorecimiento del crédito al sector privado, el Consejo de Gobierno decidió, en su reunión de enero, que el tipo de interés aplicable a las TLTRO pendientes

sería igual al tipo de interés de las operaciones principales de financiación del Eurosistema, eliminándose así el diferencial de 10 puntos básicos con respecto al tipo de las OPF que se aplicó a las dos primeras TLTRO. Parece que las medidas de política monetaria del BCE han propiciado asimismo un estrechamiento de la dispersión de los costes de financiación entre países, especialmente en el caso de las sociedades no financieras, aunque las condiciones del crédito siguen siendo heterogéneas entre los distintos países. El coste nominal de la financiación externa no bancaria de las sociedades no financieras de la zona del euro continuó descendiendo en el cuarto trimestre de 2014 y en los dos primeros meses de 2015, como consecuencia de la caída adicional del coste de los valores de renta fija y del coste de las acciones.

Los datos recientes también indican un afianzamiento del crecimiento monetario y crediticio. El crecimiento interanual del agregado monetario amplio M3 sigue estando respaldado por sus componentes más líquidos, como muestra el sólido crecimiento del agregado monetario estrecho M1. El crédito bancario al sector privado ha seguido recuperándose, lo que corrobora que se produjo un giro en la dinámica crediticia a principios de 2014. En concreto, la contracción de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras continuó registrando una moderación en los últimos meses, mientras que el crecimiento de los préstamos a hogares se estabilizó en niveles positivos. Además, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2015 confirmó la valoración de que las restricciones en la oferta de crédito estaban disminuyendo progresivamente y que la demanda de crédito se estaba recuperando. En conjunto, la evolución reciente sugiere que las medidas de política monetaria del BCE están contribuyendo a relajar las condiciones de concesión del crédito bancario y, con carácter más general, a restablecer el correcto funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria.

La considerable relajación adicional de la orientación de la política monetaria del BCE respalda y refuerza la aparición de aspectos más favorables en la actividad económica de la zona del euro.

La recuperación económica se afianzó gradualmente en la segunda mitad de 2014. El PIB real creció un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre del año y, según la estimación preliminar de Eurostat, un 0,3 % en el cuarto trimestre, un avance algo más elevado de lo previsto anteriormente. Los indicadores de corto plazo y los resultados de las encuestas apuntan a una nueva mejora de la actividad económica a principios de 2015. Parece que la actividad de la zona del euro se ha visto respaldada por la significativa caída de los precios del petróleo desde julio de 2014. El entorno de mayor confianza de las empresas y de los consumidores favorecerá la transmisión eficaz de las medidas de política monetaria a la economía real, lo que contribuirá a mejorar aún más las perspectivas de crecimiento económico y a reducir la holgura de la economía.

Se espera que la recuperación económica vaya fortaleciéndose y ampliándose gradualmente. El crecimiento de la actividad debería aumentar como consecuencia de las recientes mejoras de la confianza de las empresas y de los consumidores, la acusada caída de los precios del petróleo, el debilitamiento del tipo de cambio efectivo del euro y el impacto de las recientes medidas de política monetaria del BCE. La orientación acomodaticia de la política monetaria —reforzada significativamente por el programa de compra de activos— respaldará previsiblemente el crecimiento del PIB real tanto a corto como a más largo plazo. Además, la economía real debería beneficiarse gradualmente de los avances en las reformas estructurales y en la consolidación fiscal. Asimismo, las exportaciones deberían verse favorecidas por las ganancias de competitividad-precio y por la recuperación mundial.

Al mismo tiempo, persisten diversos obstáculos para que la actividad repunte con mayor vigor.

Algunos de estos obstáculos son la continuación de los ajustes de los balances en varios sectores y el ritmo bastante lento de las reformas estructurales. Además, el crecimiento de la zona del euro se está

viendo frenado por el mantenimiento de la incertidumbre relacionada con la crisis de la deuda soberana europea y con factores geopolíticos, pese a que esta incertidumbre es cada vez menor.

Las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro¹, que incorporan el impacto estimado de las medidas de política monetaria convencionales y no convencionales adoptadas por el Consejo de Gobierno, prevén un crecimiento interanual del PIB real del 1,5 % en 2015, el 1,9 % en 2016 y el 2,1 % en 2017. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2014 de los expertos del Eurosistema, las previsiones de crecimiento del PIB real para 2015 y 2016 se han revisado al alza, como reflejo del impacto favorable del descenso de los precios del petróleo, del debilitamiento del tipo de cambio efectivo del euro y de los efectos de las medidas de política monetaria adoptadas recientemente. En la valoración del Consejo de Gobierno, los riesgos en torno a las perspectivas de actividad económica siguen siendo a la baja, aunque han disminuido tras las recientes decisiones del Consejo de Gobierno y la caída de los precios del petróleo.

Teniendo en cuenta la información disponible, se prevé que la inflación se mantenga en niveles muy bajos o negativos durante los próximos meses. Los precios del petróleo han sido un factor determinante en la bajada de la inflación medida por el IAPC a niveles negativos en los últimos meses. Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC se situó en el -0,3 % en febrero de 2015 (frente al -0,6 % de enero). Al mismo tiempo, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, continuó por una senda básicamente estable, manteniéndose en el 0,6 % en febrero.

Se prevé que las tasas de inflación aumenten de forma gradual más avanzado el año 2015. En primer lugar, a medida que los anteriores descensos de los precios de la energía vayan eliminándose progresivamente de la tasa de variación interanual, y siempre que los precios del petróleo aumenten en el horizonte de las proyecciones en línea con la curva ascendente de los futuros sobre el petróleo, el impacto negativo de los precios de la energía sobre el IAPC general debería disiparse en 2015 y los precios de la energía deberían elevar la inflación general en 2016 y 2017. El repunte previsto de la inflación general está determinado, en gran medida, por este giro en los precios de la energía. Además, el incremento de la inflación general debería ser consecuencia del afianzamiento de la recuperación económica, favorecida por las recientes decisiones de política monetaria. Este afianzamiento debería traducirse en un estrechamiento significativo de la brecha de producción negativa y, por tanto, en un crecimiento más fuerte de los márgenes y de la remuneración por asalariado. El avance de la inflación también debería sustentarse en el aumento de los precios de las materias primas no energéticas y en los efectos retardados del descenso del tipo de cambio del euro.

Las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro sitúan la inflación anual medida por el IAPC en un 0,0 % en 2015, un 1,5 % en 2016 y un 1,8 % en 2017. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2014, la previsión de la tasa de inflación en 2015 se ha revisado a la baja, principalmente como consecuencia de la caída de los precios del petróleo, mientras que la proyección de la inflación para 2016 se ha revisado al alza, debido, en parte, al impacto esperado de las medidas de política monetaria.

1 Véase el documento titulado «Proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro», publicado en el sitio web del BCE el 5 de marzo de 2015.

Las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE dependen de la aplicación plena de las medidas de política monetaria del BCE. El Consejo de Gobierno seguirá realizando un atento seguimiento de los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo y prestará especial atención a la transmisión de las medidas de política monetaria, a los acontecimientos geopolíticos y a la evolución del tipo de cambio y de los precios de la energía.

El actual foco de atención de la política monetaria se centra en la aplicación de las medidas decididas por el Consejo de Gobierno en enero de 2015. 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*), en su reunión del 5 de marzo de 2015, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. Asimismo, facilitó información adicional sobre aspectos relacionados con la aplicación del programa de compra de activos. Las adquisiciones de valores del sector público en el mercado secundario con arreglo a este programa comenzaron el 9 de marzo de 2015.

I ENTORNO EXTERIOR

El crecimiento mundial se está recuperando gradualmente, aunque de forma dispar según las economías. Por una parte, se prevé que la significativa caída de los precios del petróleo estimule la actividad económica mundial, respaldada por las sólidas perspectivas de crecimiento en Estados Unidos. Por otro lado, el deterioro de la situación en algunas economías emergentes está afectando a las perspectivas de crecimiento a escala global. La inflación mundial se ha moderado en los últimos meses. Las tasas de inflación interanual probablemente se mantendrán en niveles reducidos en el corto plazo, debido al descenso que han experimentado los precios del petróleo, y aumentarán de forma gradual más adelante, a medida que continúe la recuperación. Al mismo tiempo, se mantienen los riesgos a la baja para la actividad mundial.

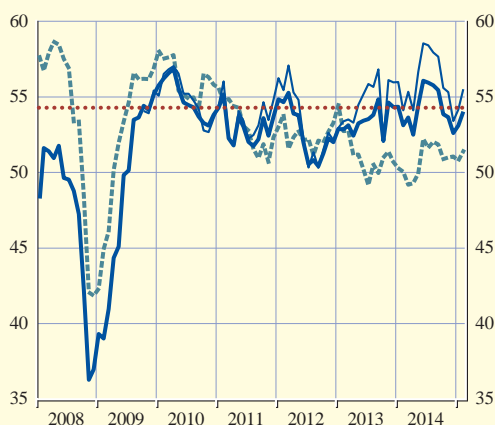
La economía mundial continúa por una senda de recuperación gradual. Tras el repunte del crecimiento mundial a mediados de 2014, los datos disponibles por países apuntan a una ligera moderación del crecimiento fuera de la zona del euro hacia finales del año. Las encuestas más reciente indican un ritmo de crecimiento estable a comienzos de 2015. El índice PMI global compuesto de producción, excluida la zona del euro, se incrementó en febrero, aunque persisten las divergencias entre regiones (véase gráfico 1).

Se espera que los precios más bajos del petróleo estimulen la demanda mundial. Los precios del Brent registraron una abrupta caída en diciembre y enero, si bien repuntaron ligeramente en febrero para situarse, el 4 de marzo de 2015, en 61 dólares estadounidenses el barril, casi la mitad del nivel registrado hace un año (véase gráfico 2). Según indica la curva de futuros, los mercados ya han tenido en cuenta un incremento gradual de los precios del crudo para los próximos años. Aunque parte de la caída de los precios durante el pasado año puede atribuirse a la relativa moderación de la demanda mundial, el descenso se

Gráfico 1 Índice PMI global compuesto de producción

(índice de difusión)

- Índice global, excluida la zona del euro
- Índice global, excluida la zona del euro – media de largo plazo
- - - Economías emergentes
- Economías avanzadas, excluida la zona del euro



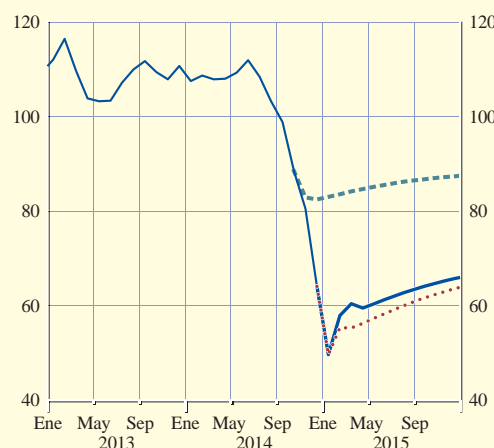
Fuente: Markit.

Notas: La observación más reciente corresponde a febrero de 2015. La «media de largo plazo» se refiere al período transcurrido a partir de 1999; «Economías emergentes» incluye Brasil, China, India y Rusia; «Economías avanzadas» incluye Japón, Estados Unidos y Reino Unido.

Gráfico 2 Precios del petróleo – reales y de los futuros

(USD por barril)

- Actualizados el 4 de marzo de 2015
- Proyecciones macroeconómicas del BCE de marzo de 2015
- - - Proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de diciembre de 2014
- actual



Fuentes: Bloomberg y cálculos de los expertos del BCE.

Nota: Datos mensuales; la observación más reciente de los precios reales corresponde a febrero de 2015.

debe principalmente a un incremento de la oferta. La abundante oferta de petróleo no convencional de América del Norte, la producción de Rusia, Libia e Irak, superior a lo previsto a pesar de las tensiones geopolíticas, y la decisión de la OPEP de no recortar su producción, adoptada en su reunión de noviembre de 2014, han contribuido a que los participantes en los mercados reconsideren la dinámica de la oferta y la demanda y a que se produzca una fuerte caída de los precios del petróleo. Se espera que los precios más bajos beneficien a los países consumidores netos de petróleo y que, al mismo tiempo, afecten a las perspectivas de los países exportadores de crudo. Sin embargo, en conjunto, es probable que favorezcan la demanda mundial en la medida en que los países importadores de petróleo, que son los beneficiarios de la caída de los precios, suelen tener una mayor propensión al gasto que los países exportadores.

El sólido crecimiento económico en Estados Unidos también está respaldando las perspectivas mundiales. La actividad continuó siendo sólida en el último trimestre de 2014, impulsada por el consumo personal y la inversión residencial. El mercado de trabajo también siguió mejorando, registrándose una vigorosa expansión del empleo. De cara al futuro, aunque la apreciación del dólar estadounidense atenuará el crecimiento de las exportaciones, se espera una recuperación sostenida de la demanda interna, respaldada por las condiciones financieras acomodaticias y por una moderación de la presión fiscal. Se prevé que la reducción del desapalancamiento de los hogares, las mejoras sostenidas de los mercados de trabajo y de la vivienda y el aumento de las rentas reales como consecuencia de los precios más bajos del petróleo estimulen el consumo privado. Por su parte, la mejora de la confianza, el fortalecimiento de la demanda y los bajos tipos de interés probablemente impulsarán la inversión empresarial, compensando el menor gasto de capital en las industrias del petróleo no convencional.

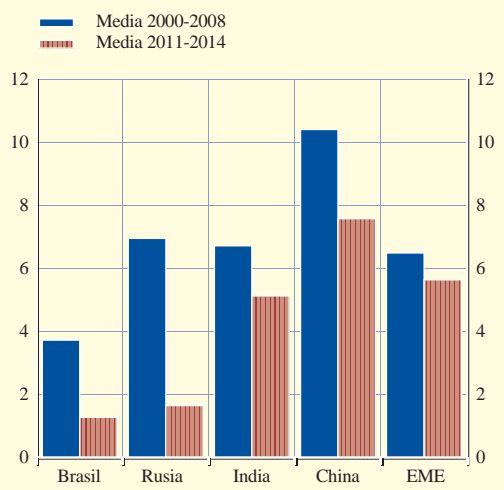
Se afianza también el ritmo de crecimiento en la mayoría de las economías avanzadas no pertenecientes a la zona del euro. En Japón, tras el desplome de la actividad que siguió al incremento del IVA en abril del año pasado, el crecimiento se reanudó en el cuarto trimestre de 2014. De cara al futuro, se espera un lento fortalecimiento de los factores subyacentes determinantes del crecimiento, favorecidos por el aumento de la renta real de los hogares asociado a los precios más bajos del petróleo, el impulso al crecimiento de las exportaciones como consecuencia de la depreciación del yen japonés, y la reducción de la presión fiscal tras el anuncio del Gobierno de que en el próximo ejercicio fiscal se adoptarán medidas adicionales de estímulo. En el Reino Unido, pese a la ligera ralentización observada en el cuarto trimestre de 2014, la economía continúa su expansión a un ritmo relativamente robusto. De cara al futuro, aunque se prevé que las continuas medidas de consolidación fiscal moderen el crecimiento, la caída de los precios de energía y la aceleración del crecimiento de los salarios deberían favorecer un aumento de la renta real disponible y del consumo privado. Además, la recuperación de la demanda y la relajación de las condiciones crediticias deberían estimular la inversión empresarial. Al mismo tiempo, se espera que la abrupta apreciación del franco suizo tras la decisión adoptada en enero por el Banco Nacional de Suiza de eliminar el tope impuesto al tipo de cambio del franco suizo frente al euro tenga un importante impacto negativo sobre las perspectivas económicas del país, principalmente a través de una reducción de las exportaciones.

Las perspectivas a corto plazo han mejorado en algunas economías emergentes, especialmente en los países importadores de petróleo. En China, aunque la desaceleración del mercado de la vivienda afectó al crecimiento en el cuarto trimestre de 2014, se espera que la caída de los precios del petróleo, la solidez sostenida del consumo, la reciente relajación de la política monetaria y el ligero estímulo fiscal respalden temporalmente la economía. No obstante, los líderes políticos chinos han venido haciendo cada vez más hincapié en la necesidad de hacer frente a la fragilidad financiera y a los desequilibrios macroeconómicos desde una perspectiva de más largo plazo. A medida que la economía avance hacia una senda más sostenible, el crecimiento probablemente se moderará. La desaceleración

del crecimiento en China tendrá efectos adversos en las economías asiáticas con las que China mantiene estrechos lazos económicos y financieros, pero a muchas economías emergentes de Asia les debería beneficiar en el corto plazo el estímulo que para las rentas reales disponibles supone el descenso de los precios del petróleo. En particular, la confianza se mantiene en niveles elevados en India, en un contexto de incipiente mejora del ritmo de crecimiento. En su calidad de país importador de petróleo, a India le beneficiarán los precios más bajos del crudo, lo que contribuirá a contener tanto la inflación como el déficit por cuenta corriente, permitiendo al mismo tiempo al Gobierno recortar las subvenciones a los combustibles y apoyar los esfuerzos de consolidación fiscal. En cuanto a los países de Europa Central y Oriental, también se espera que se beneficien del fortalecimiento de la demanda interna, ya que la mejora de la dinámica del mercado de trabajo y el reciente descenso de los precios del petróleo deberían respaldar el consumo de los hogares.

Gráfico 3 Crecimiento del PIB real en las economías emergentes

(tasas de variación)



Fuente: FMI, base de datos de Perspectivas de la Economía Mundial.
Nota: «EME» se refiere a las economías emergentes y en desarrollo conforme a la definición del FMI.

En otras regiones, las perspectivas indican un debilitamiento de la actividad. En América Latina, las perspectivas a medio plazo parecen menos favorables de lo previsto anteriormente, tras un período de tasas de crecimiento decepcionantes, ya que el crecimiento se ha visto empañado por estrangulamientos de oferta y elevados desequilibrios internos en algunas de las principales economías (véase gráfico 3). La caída de los precios del petróleo está afectando también a las perspectivas de los países exportadores de crudo. En Rusia en particular, se prevé que, tras las recientes turbulencias en los mercados financieros, la economía entre en recesión en 2015. La acusada depreciación del rublo y el endurecimiento de la política monetaria se traducirán en un notable incremento de los costes financiación, que podría exacerbar los problemas de financiación de las empresas que ya sufren sanciones que restringen su acceso a los mercados financieros externos. Se prevé que el consumo de los hogares se vea afectado por la elevada inflación, que supone un lastre para las rentas reales disponibles. En un contexto de deterioro de la confianza empresarial y de fuerte incertidumbre, se espera que se reduzca la inversión. A medio plazo, los precios más bajos de la energía podrían socavar la inversión en exploración de depósitos de gas y petróleo. Se prevé que todo ello tenga un efecto negativo sobre la demanda exterior de la zona del euro.

El comercio mundial perdió cierto impulso hacia finales de 2014 y se espera que la recuperación sea solo gradual. Las importaciones mundiales de bienes crecieron, en términos reales, un 1,3 % en tasa intertrimestral en diciembre. Tras el descenso experimentado en los meses anteriores el índice PMI global de nuevos pedidos exteriores se recuperó en diciembre de 2014 y se estabilizó en enero de 2015, lo que sugiere una mayor capacidad de resistencia del comercio internacional hacia finales del año. A más largo plazo, se espera un fortalecimiento a un ritmo muy moderado. En los últimos años, la debilidad cíclica de la inversión empresarial, que normalmente tiene un elevado contenido importador, ha frenado el ritmo de crecimiento del comercio mundial, que también se ha visto afectado por factores estructurales en la medida en que las empresas han reducido la complejidad y la longitud de sus cadenas de

producción. Esto significa que la expansión de las cadenas de valor mundiales ya no respalda el crecimiento del comercio mundial con la misma intensidad que en el pasado. Como resultado, aunque se espera un repunte de la actividad comercial mundial a medida que desaparezca la debilidad cíclica y se recupere la inversión mundial, es improbable que se registre una expansión al mismo ritmo que en las décadas de 1990 y 2000, cuando las grandes economías emergentes se estaban integrando en la economía mundial incrementando significativamente las oportunidades en materia de intercambios comerciales.

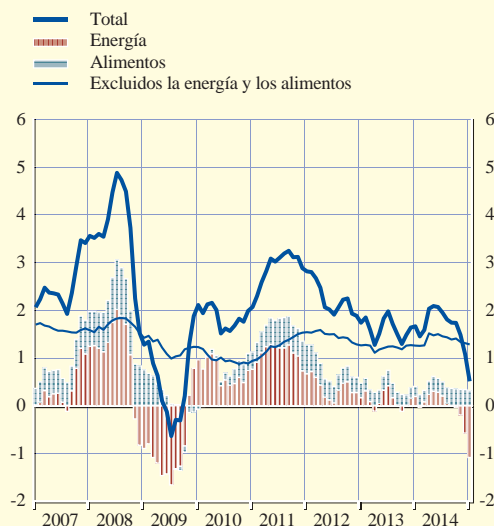
En conjunto, se espera un repunte gradual de la recuperación mundial. Según indican las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE, se espera que el crecimiento del PIB real mundial (excluida la zona del euro), aumente desde el 3,6% observado en 2014 hasta alrededor del 4% en 2016 y 2017¹. Se prevé que la demanda exterior de la zona del euro se incremente desde el 2,8% de 2014 hasta el 5,1% para 2017. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2014, las expectativas del crecimiento mundial y de la demanda exterior apenas se han revisado. Esto significa que se prevé que el impulso de la demanda mundial asociado a la caída de los precios del petróleo se compensará con creces con unas perspectivas menos favorables en algunas economías emergentes.

Se mantienen los riesgos a la baja para las perspectivas de la actividad mundial. Aunque el impacto de los precios más bajos del petróleo sobre las perspectivas de crecimiento mundial podría ser mayor de lo previsto en las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE, en Estados Unidos los mercados siguen esperando que el ritmo de aumento de los tipos sea más lento de lo previsto en las proyecciones más recientes del Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal. Como se analiza en el recuadro 1, se espera que en Estados Unidos las presiones inflacionistas continúen siendo limitadas. No obstante, existe cierta incertidumbre respecto al grado de holgura en la economía y en cuanto a la medida en que el aumento de la demanda pueda traducirse en una intensificación de las presiones salariales e inflacionistas. Una normalización de las políticas monetarias más rápida de lo que prevén actualmente los mercados podría provocar una reversión de las percepciones del riesgo. En China, el fuerte crecimiento del crédito y del apalancamiento plantea riesgos para la estabilidad financiera. Los riesgos geopolíticos también continúan afectando a las perspectivas, y un escenario en el que volviera a producirse una escalada de las tensiones entre Rusia y Ucrania tendría repercusiones adversas en el crecimiento mundial.

La inflación mundial se ha reducido en los últimos meses, principalmente como consecuencia del descenso de los precios de la energía. La inflación interanual medida por los precios de consumo se redujo en los países de la OCDE hasta el 0,5% en enero de 2015. Al mismo tiempo, la inflación

Gráfico 4 Inflación en los países de la OCDE

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Notas: La observación más reciente corresponde a enero de 2015. El cálculo de las contribuciones se basa en los cálculos realizados por los expertos del BCE.

¹ Véanse las «Proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro» en <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbstaffprojections2015.en.pdf>

interanual, excluidos la energía y los alimentos, se ha mantenido más estable (véase gráfico 4). En cuanto a los países no pertenecientes a la OCDE, la inflación también se ha moderado en China en los últimos meses, dado que persisten las presiones desinflacionistas generalizadas. Sin embargo, en otras grandes economías emergentes, se ha producido un aumento de la inflación cuando la depreciación de la moneda ha dado lugar a un aumento de los precios de importación o cuando la falta de credibilidad de la política monetaria del país se ha reflejado en la persistencia de elevadas expectativas de inflación.

Se espera que la inflación mundial se mantenga en niveles bajos en el corto plazo y que después solo aumente gradualmente. Se prevé que la actual debilidad de los precios de las materias primas contribuya a mantener la inflación mundial en niveles bajos a corto plazo. Posteriormente, se espera que el repunte previsto de la actividad económica mundial reduzca la capacidad no utilizada. Además, la curva de futuros sobre precios del petróleo sugiere cierta recuperación en los próximos años, al igual que los precios de los futuros sobre materias primas no energéticas.

2 EVOLUCIÓN FINANCIERA

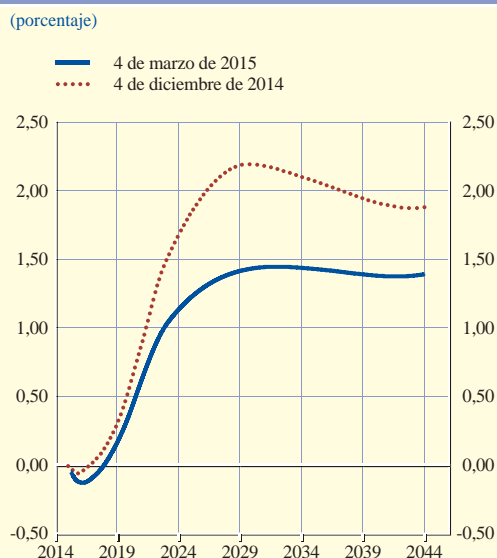
En diciembre de 2014 y durante la mayor parte de enero de 2015, la evolución financiera estuvo determinada, en gran medida, por las expectativas de los mercados respecto al programa ampliado de compra de activos anunciado tras la reunión que celebró el Consejo de Gobierno del BCE el 22 de enero de 2015. Antes del anuncio, los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro habían experimentado un descenso para todos los instrumentos, vencimientos y emisores, y registraron nuevos mínimos históricos en muchos casos. Los rendimientos de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro se redujeron, al tiempo que aumentaron los rendimientos de los bonos equivalentes en Estados Unidos, lo que supuso un incremento adicional del diferencial entre las dos áreas económicas. Los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro con categorías de calificación más bajas también se redujeron, aunque mostraron una mayor volatilidad, en un entorno de incertidumbre sobre la continuación del acceso de Grecia a la asistencia financiera. Tras el anuncio del programa de compra de activos, y en febrero y marzo, los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro siguieron disminuyendo. Además, las cotizaciones bursátiles de la zona aumentaron significativamente y el euro se debilitó de forma notable.

El eonia se redujo entre principios de diciembre de 2014 y principios de marzo de 2015 en un contexto de niveles más elevados de exceso de liquidez, situándose, en promedio, en el $-0,04\%$ durante ese período, es decir, unos 3 puntos básicos por debajo de la media registrada en los tres meses anteriores. En el recuadro 2 se analizan con mayor detalle la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria.

El anuncio del programa de compra de activos —y las expectativas que le precedieron— dieron lugar a un significativo descenso de los tipos *forward* del eonia. Así, pues, desde principios de diciembre de 2014 hasta principios de marzo de 2015, la curva de tipos *forward* del eonia se tornó más invertida, tocando fondo a un nivel de $-0,15\%$ durante los ocho primeros meses de 2016, próximo al tipo de interés actual de la facilidad de depósito, que se sitúa en el $-0,20\%$ (véase gráfico 5). Esta evolución es coherente con las expectativas de los participantes en los mercados que anticipaban un incremento significativo aunque gradual del exceso de liquidez como resultado del anuncio del programa de compra de activos. En comparación con la situación de principios de diciembre de 2014, a comienzos de marzo de 2015 el momento en el que los mercados esperaban un retorno del eonia a niveles positivos se retrasó siete meses, de julio de 2017 a febrero de 2018. La senda futura del euríbor a tres meses registró una evolución bastante similar.

Los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA de la zona del euro también se redujeron, debido a las expectativas asociadas al anuncio del programa de compra de activos (véase gráfico 6). No obstante, debido a que se vieron directamente afectados por el programa de compra de activos —y a que también les beneficiaron las reducciones de las primas de riesgo de liquidez— los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA de la zona del euro experimentaron

Gráfico 5 Tipos *forward* del eonia

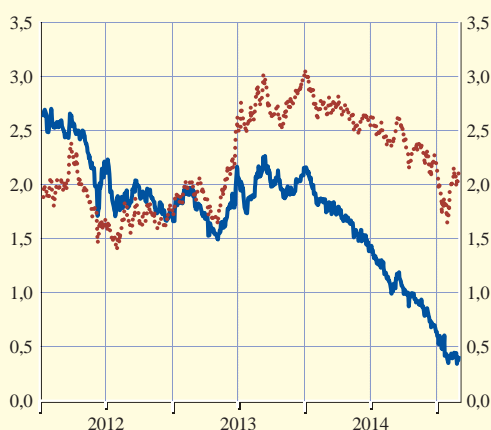


Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.

Gráfico 6 Rendimiento de la deuda pública a diez años

(porcentaje)

— Zona del euro (con calificación AAA)
 Estados Unidos



Fuentes: EuroMTS, BCE y Bloomberg.

Nota: El rendimiento de la deuda de la zona del euro se basa en datos del BCE sobre deuda con calificación AAA, que actualmente incluye bonos de Alemania, Austria, Finlandia y Países Bajos.

Gráfico 7 Rendimiento de la deuda pública a siete años de algunos países de la zona del euro

(porcentaje)

— Bélgica España
 Alemania Francia
 Irlanda Italia
 Grecia Portugal



Fuente: Thomson Reuters.

una caída ligeramente más pronunciada que los tipos *swap* del eonia. Como resultado, los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA a 10 y 30 años descendieron en torno a 50 puntos básicos entre principios de diciembre y principios de marzo, situándose en el 0,4% y en el 1,1%, respectivamente, el 4 de marzo. Los rendimientos de la deuda pública a plazos más cortos, como la deuda a dos años con calificación AAA, también se redujeron, registrando cifras negativas en algunos países.

Los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro con categorías de calificación más bajas (salvo la deuda pública griega) también se redujeron, aunque mostraron una mayor volatilidad.

Desde principios de diciembre de 2014 hasta principios de marzo de 2015, los descensos de los rendimientos tendieron a ser más acusados en el caso de la deuda pública con categorías de calificación más bajas que en el de la deuda con calificaciones más elevadas, lo que refleja en parte una mayor «búsqueda de rentabilidad» en respuesta a unos rendimientos bajos y decrecientes. Aunque el aumento de la incertidumbre en torno a la continuación del acceso de Grecia a la financiación ejerció cierta presión al alza sobre los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro con calificaciones más bajas (véase gráfico 7), el nuevo acuerdo alcanzado en el Eurogrupo a finales de febrero de 2015 contribuyó, en general, a contener esta presión alcista. En particular, los diferenciales entre los rendimientos de la deuda pública a diez años de Grecia y Alemania aumentaron alrededor de 250 puntos básicos entre principios de diciembre de 2014 y principios de marzo de 2015, mientras que los diferenciales equivalentes entre la deuda pública de Alemania y la de otros países de la zona del euro se mantuvieron estables o se redujeron.

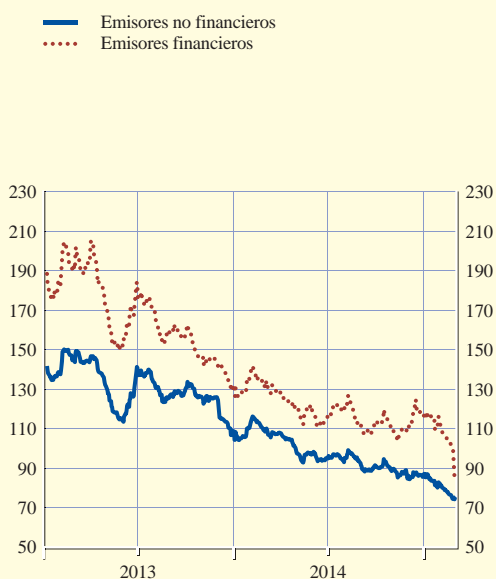
La incertidumbre en el mercado de deuda pública de la zona del euro aumentó ligeramente, como se observa en el leve incremento de la volatilidad implícita obtenida de las opciones. Ello podría reflejar la incertidumbre sobre la continuación del acceso de Grecia a la financiación, así como ciertas dudas respecto a los detalles concretos de la implementación del programa de compra de activos.

Continuó la divergencia de los rendimientos de la deuda pública de la zona del euro y de Estados Unidos. El diferencial entre los rendimientos de la deuda pública con calificación AAA de la zona del euro y de Estados Unidos aumentó entre principios de diciembre de 2014 y principios de marzo de 2015, situándose en torno a 180 puntos básicos a principios de marzo. Este diferencial comenzó a aumentar a mediados de 2013 y desde entonces ha continuado la tendencia divergente entre los diferenciales, habiéndose registrado recientemente la diferencia más amplia observada desde el inicio de esta serie en septiembre de 2004. Esta divergencia entre los rendimientos es coherente con las expectativas de los mercados respecto a la futura política monetaria en las dos áreas económicas.

Los diferenciales de los valores de renta fija privada con calificación de grado de inversión siguieron reduciéndose. Los diferenciales de los valores de renta fija privada —de emisores tanto financieros como no financieros— experimentaron una nueva caída en los últimos meses (véase gráfico 8) y, por consiguiente, se mantuvieron en niveles reducidos, próximos a los observados antes del inicio de la crisis financiera. Esta evolución pudo haber estado impulsada por las expectativas de que, como resultado del programa de compra de activos, se produjesen efectos de reequilibrio de las carteras y, en relación con los mismos, una mayor búsqueda de rentabilidad. Además, es de esperar que el programa reduzca aún más el coste de la financiación e incremente los ingresos de las empresas y, por consiguiente, reduzca la probabilidad percibida de impago de los valores de renta fija privada. Los diferenciales de los emisores financieros descendieron más que los de los emisores no financieros, lo que podría reflejar el sentimiento de los mercados respecto a los progresos realizados en el proceso de recapitalización de las instituciones financieras de la zona del euro (véase también la sección 5 sobre dinero y crédito). Los diferenciales de los bonos de titulización de activos se mantuvieron prácticamente estables.

Gráfico 8 Diferenciales ajustados por las opciones de los valores de renta fija privada denominados en euros de la zona del euro

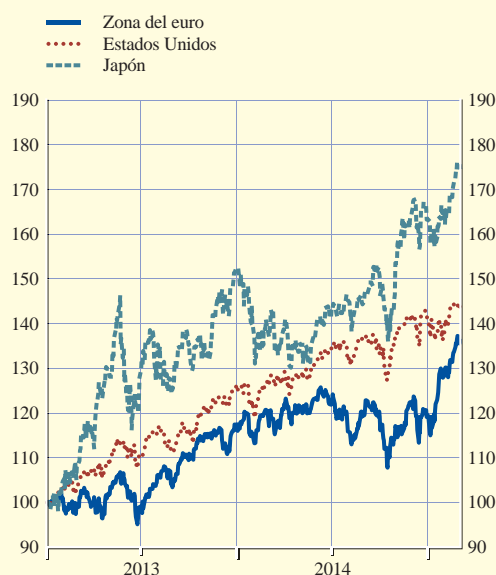
(puntos básicos)



Fuentes: iBoxx y BCE.

Gráfico 9 Índices bursátiles

(1 de enero de 2013 = 100)



Fuentes: Thomson Reuters y cálculos del BCE.
 Notas: Índice Dow Jones EURO STOXX amplio para la zona del euro, Standard & Poor's 500 para Estados Unidos y Nikkei 225 para Japón. La observación más reciente corresponde al 4 de marzo de 2015.

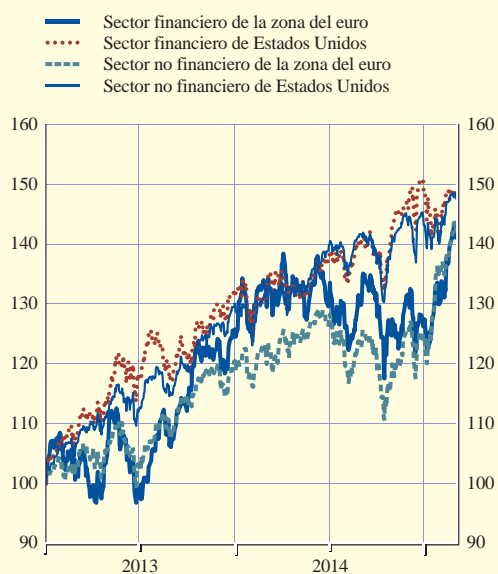
Las cotizaciones bursátiles de la zona del euro aumentaron significativamente. Desde principios de diciembre de 2014 hasta principios de marzo de 2015, las cotizaciones aumentaron en torno a un 13 % en la zona del euro, superando en sus resultados a los mercados bursátiles de Estados Unidos y Japón (véase gráfico 9). La mayor parte de los incrementos en la zona del euro se registraron inmediatamente después del anuncio del programa de compra de activos (que dio lugar a un descenso del coste futuro esperado de la financiación y, por lo tanto, tuvo un efecto positivo sobre el valor descontado de los beneficios empresariales futuros esperados). A finales de febrero, el hecho de que el Eurogrupo acordara prorrogar el programa de asistencia financiera a Grecia también contribuyó a incrementar el apetito por el riesgo. No obstante, la relación entre la cotización y el valor contable de las acciones de la zona del euro se mantiene por debajo de los niveles observados antes de la crisis financiera, lo que sugiere que las expectativas de los inversores respecto a los futuros beneficios empresariales siguen siendo un tanto contenidas o que todavía exigen unas remuneraciones relativamente elevadas para compensar el riesgo de invertir en valores de renta variable. Esta situación se observa en particular en el caso de las acciones financieras, cuyas cotizaciones siguen situándose muy por debajo de los máximos observados antes de la crisis financiera. La incertidumbre en los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, aumentó de forma marginal, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, en el período considerado.

Las cotizaciones bursátiles aumentaron de forma más acusada en el sector no financiero que en el sector financiero. Los precios de las acciones financieras aumentaron en torno al 10 % entre principios de diciembre y principios de marzo, mientras que los de las acciones no financieras se incrementaron algo más del 14 %. La relativa debilidad del sector financiero se concentró en el período anterior al anuncio del programa de compra de activos, mientras que, tras el anuncio del programa, las cotizaciones se movieron prácticamente de forma paralela en ambos sectores (véase gráfico 10).

El tipo de cambio efectivo del euro se depreció aún más en los últimos meses. La depreciación del euro, que se había iniciado en mayo de 2014 continuó, especialmente en el período anterior a la reunión del Consejo de Gobierno de enero de 2015, reflejando las expectativas de los mercados respecto a las inminentes decisiones de política monetaria. En general, a comienzos de marzo, el tipo de cambio efectivo del euro se situaba en torno a un 10 % por debajo del nivel registrado un año antes. En el recuadro 3 se examina la evolución reciente del tipo de cambio efectivo del euro. Por lo que respecta a la evolución de los tipos de cambio bilaterales, el euro se depreció en torno a un 10 % frente al dólar estadounidense entre diciembre de 2014 y comienzos de marzo de 2015. El euro también se debilitó considerablemente frente al franco suizo tras la decisión del Banco Nacional de Suiza de eliminar el límite fijado anteriormente para el tipo de cambio de 1,20 francos suizos por euro a mediados de enero. La corona danesa siguió cotizando en niveles próximos a su paridad central en el MTC II durante este período, mientras que el

Gráfico 10 Índices bursátiles, por sectores

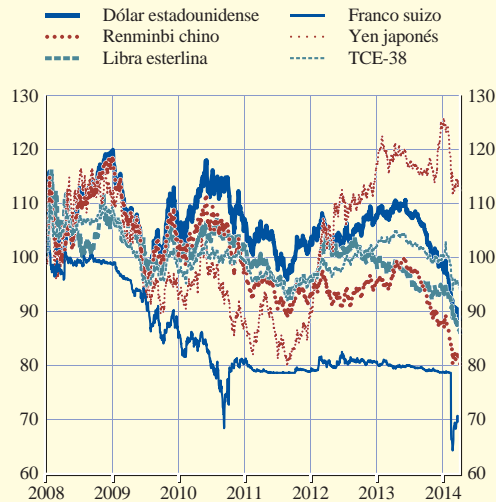
(1 de enero de 2013 = 100)



Fuente: Thomson Reuters.
Nota: Basados en índices de mercado de Datastream.

Gráfico 11 Tipo de cambio del euro frente a algunas monedas

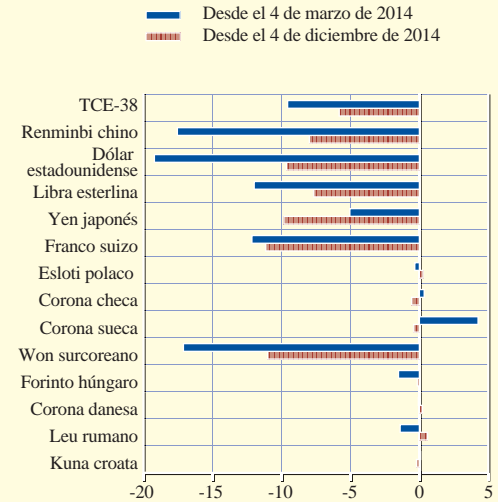
(1 de diciembre de 2008 = 100)



Fuente: BCE.
 Notas: La observación más reciente corresponde al 4 de marzo de 2015. TCE-38 denota el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.

Gráfico 12 Variaciones del tipo de cambio del euro frente a algunas monedas

(porcentaje)



Fuente: BCE.
 Nota: Variaciones porcentuales hasta el 4 de marzo de 2015. TCE-38 denota el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 38 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro.

Danmarks Nationalbank intervino en los mercados de divisas y redujo el tipo de interés de los certificados de depósito en cinco ocasiones. Además, el 30 de enero, se suspendió hasta nuevo aviso la emisión de bonos del Gobierno danés. Al mismo tiempo, el euro se apreció significativamente frente al rublo ruso.

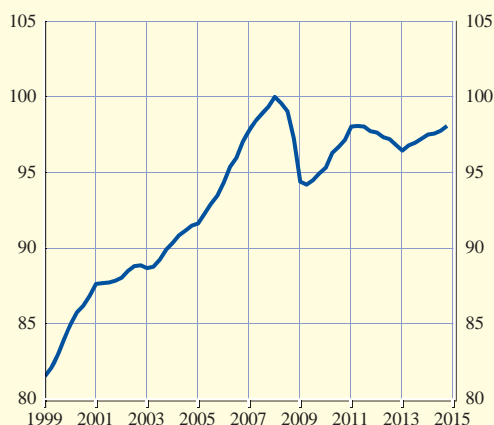
3 ACTIVIDAD ECONÓMICA

La recuperación económica de la zona del euro se ha ido afianzando de forma progresiva desde mediados de 2014, y la situación de los mercados de trabajo ha mejorado. Además, diversos factores han dado últimamente un impulso adicional a la actividad de la zona del euro. La caída de los precios del petróleo se está traduciendo en una mayor renta real disponible, lo que favorece el consumo privado. La reciente depreciación del tipo de cambio del euro ha facilitado las exportaciones. El programa ampliado de compra de activos, anunciado hace poco, debería contribuir a relajar las condiciones de financiación y a mejorar el acceso al crédito. Por tanto, de cara al futuro, se espera que la actividad económica siga fortaleciéndose a lo largo de 2015 y posteriormente, impulsada por la demanda interna y externa, aunque se prevé que el desempleo se mantenga en un nivel elevado. En este contexto, las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro contemplan unas perspectivas de crecimiento mayor que las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2014.

La demanda interna se intensificó en el segundo semestre de 2014. El PIB real aumentó un 0,3%, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre, frente a un 0,2% en el tercer trimestre de 2014. En consecuencia, tras siete trimestres consecutivos de crecimiento, en el cuarto trimestre de 2014, el PIB real de la zona del euro volvió a situarse en el nivel observado en el primer trimestre de 2011, aunque siguió estando casi un 2% por debajo del nivel registrado justo antes del comienzo de la crisis en 2008 (véase gráfico 13). Además, la fortaleza de la recuperación sigue siendo desigual en los distintos países de la zona del euro. Aunque a la fecha de cierre del presente Boletín Económico no se disponía de datos desagregados, los indicadores económicos y los datos de los países sugieren que la demanda interna continuó contribuyendo positivamente al crecimiento en el cuarto trimestre de 2014. Asimismo, parece que la aportación de la demanda exterior neta fue positiva, al verse favorecidas las exportaciones por la depreciación del euro.

Gráfico 13 PIB real de la zona del euro

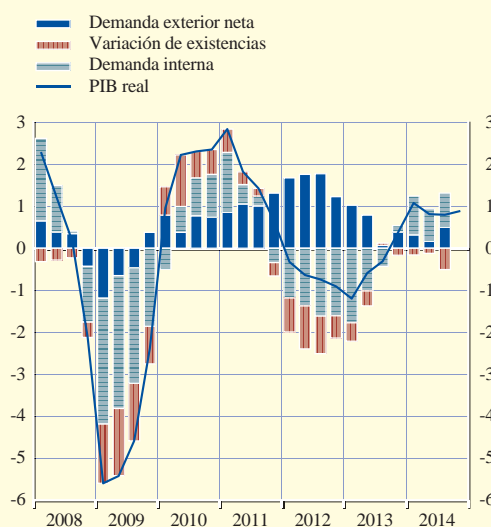
(índice I 2008 = 100)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Gráfico 14 Crecimiento del PIB real de la zona del euro y de sus componentes

(tasas de variación interanual y contribuciones interanuales en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos disponibles hasta el tercer trimestre de 2014 no están desestacionalizados ni ajustados por días laborables. El crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de 2014 se calcula utilizando la estimación preliminar, que está desestacionalizada y ajustada por días laborables.

Las bases para la recuperación económica actual se han afianzado ostensiblemente en los últimos meses. En primer lugar, la fuerte caída de los precios del petróleo, determinada en gran medida por la oferta, contribuye al sustancial aumento de la renta real disponible. En segundo lugar, la demanda interna seguirá beneficiándose de la orientación acomodaticia de la política monetaria, que se traduce en una mejora continua de las condiciones de financiación, así como de la relajación de las condiciones de oferta del crédito. En tercer lugar, se prevé que la actividad de la zona del euro se vea cada vez más respaldada por el fortalecimiento gradual de la demanda exterior y la depreciación del euro. Por otra parte, factores como la debilidad de la demanda mundial y los ajustes de los balances de los sectores público y privado, que habían contribuido al prolongado período de muy frágil crecimiento de PIB real de los últimos años, están cambiando progresivamente y ejerciendo una influencia más positiva en la actividad económica de la zona del euro. En este entorno, la confianza de los consumidores y de las empresas se sitúa en la actualidad en niveles notablemente superiores a los observados a finales de 2012.

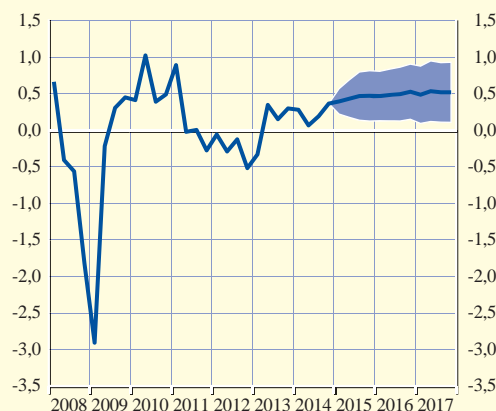
Esta evolución positiva se refleja también en las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro¹. Se prevé que la recuperación económica de la zona del euro vaya fortaleciéndose gradualmente durante los tres próximos años. Se espera que la demanda interna y la demanda externa contribuyan positivamente al crecimiento. Las medidas de política monetaria adoptadas recientemente por el BCE deberían proporcionar un importante respaldo a la actividad económica a corto y a medio plazo, a través de diversos canales. Según las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, el crecimiento anual del PIB real de la zona de euro será del 1,5% en 2015, el 1,9% en 2016 y el 2,1% en 2017 (véase gráfico 15).

El crecimiento del consumo cobró impulso en la última parte de 2014. El crecimiento del consumo privado en 2014 se benefició en gran medida del aumento cada vez mayor de la renta real disponible, reflejo del incremento de las rentas salariales y no salariales, de una menor necesidad de medidas de consolidación fiscal y del descenso de los precios de la energía. Tras un crecimiento trimestral del 0,5% en el tercer trimestre de 2014, los indicadores de corto plazo apuntan a un nuevo avance, relativamente fuerte, en el último trimestre del año. Por ejemplo, en el cuarto trimestre, tanto el comercio al por menor como las matriculaciones de automóviles crecieron a un ritmo superior al registrado en el trimestre anterior.

De cara al futuro, se espera que el crecimiento del gasto en consumo privado siga siendo un factor determinante de la recuperación de la actividad. El consumo privado debería continuar beneficiándose del efecto favorable del aumento del crecimiento salarial en un contexto de mayor empleo. Además, el impacto positivo de la caída de los precios de la ener-

Gráfico 15 PIB real de la zona del euro (incluidas las proyecciones)

(tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat y el documento titulado «Proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro», publicado en el sitio web del BCE el 5 de marzo de 2015.

Notas: Datos ajustados por días laborables. 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.

¹ Véase el documento titulado «Proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro», publicado en el sitio web del BCE el 5 de marzo de 2015.

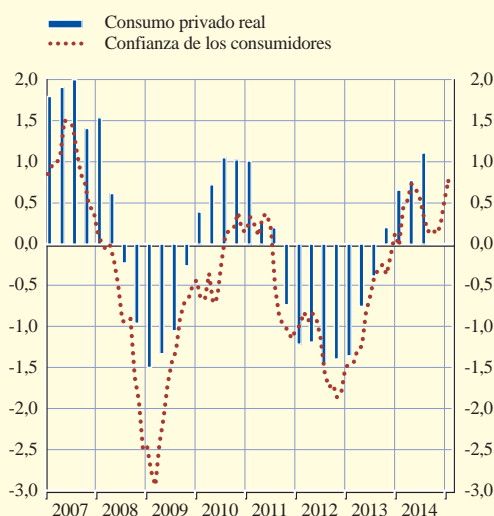
gía en la renta real disponible seguirá favoreciendo el consumo privado. No obstante, parte de las ganancias derivadas de la bajada de los precios del petróleo se destinarán inicialmente al ahorro, como indica el incremento previsto de la tasa de ahorro de los hogares (véase recuadro 4). Los resultados de las encuestas apuntan a una resistencia sostenida del gasto en consumo. Por ejemplo, el indicador de confianza de los consumidores de la zona del euro de la Comisión Europea, que ofrece una orientación razonablemente buena de la evolución tendencial del consumo privado, mejoró notablemente en enero y en febrero de 2015, hasta alcanzar los niveles registrados antes de la crisis (véase gráfico 16).

El gasto en inversión mantuvo su falta de dinamismo en el segundo semestre de 2014. La formación bruta de capital fijo en la zona del euro disminuyó en el tercer trimestre de 2014, como consecuencia del descenso de la inversión en construcción, mientras que la inversión, excluida la construcción, se mantuvo estable. Es probable que la inversión total haya registrado un ligero aumento en términos intertrimestrales en el cuarto trimestre de 2014, debido a la creciente producción de bienes de equipo, el leve incremento de la utilización de la capacidad productiva y la recuperación de la confianza en el sector de bienes de equipo. En lo que respecta a la inversión en construcción, la mayor producción del sector de la construcción, en comparación con el tercer trimestre, junto con la mejora de los indicadores de confianza —que no obstante permanecen por debajo de la media—, apuntan a un débil crecimiento positivo en el cuarto trimestre.

Se prevé que el crecimiento de la inversión empresarial cobre impulso en 2015. El índice de sentimiento económico de la Comisión Europea mejoró tanto en enero como en febrero hasta situarse en un nivel superior al registrado el trimestre anterior, lo que indica una posible aceleración de la inversión. En consonancia general con lo ocurrido en las recuperaciones que han seguido a las crisis financieras en el pasado, el actual repunte de la inversión ha sido débil, lastrado por factores persistentes, como balances deteriorados, en muchas partes del sector empresarial y la muy paulatina desaparición de la incertidumbre derivada de la crisis. En el tercer trimestre de 2014, la inversión permaneció casi un 17% por debajo del máximo registrado

Gráfico 16 Consumo privado y confianza de los consumidores en la zona del euro

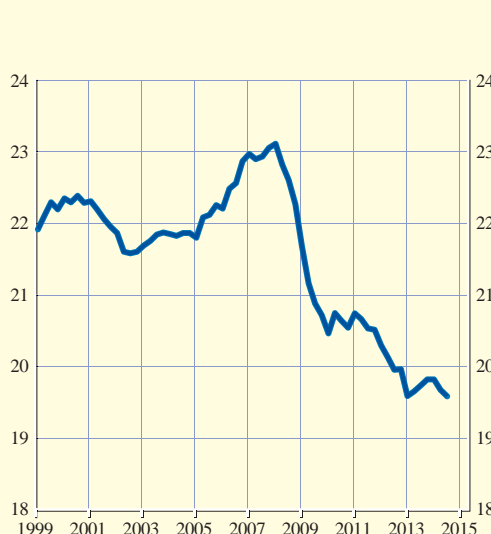
(tasas de variación interanual, ajustada a la media)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Gráfico 17 Inversión en porcentaje del PIB en la zona del euro

(porcentaje)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

en el primer trimestre de 2008, lo que se tradujo en un acusado descenso de la inversión en porcentaje del PIB (véase gráfico 17). De cara al futuro, se espera que la recuperación de la inversión empresarial cobre impulso, favorecida por el fortalecimiento de la demanda externa y la demanda interna total, por la necesidad de modernizar el *stock* de capital tras varios años de inversión contenida, por las condiciones de financiación altamente favorables, por la debilidad del tipo de cambio del euro y por la mejora progresiva de los márgenes.

En lo que respecta a la inversión en construcción, se prevé una recuperación moderada a partir de 2015, respaldada por tipos de interés hipotecarios muy bajos en la mayoría de los países, la relajación de las condiciones de financiación, el aumento de los préstamos a los hogares y el mayor crecimiento de la renta disponible. Asimismo, la menor necesidad de ajustes en el mercado de la vivienda en algunos países favorecerá con el tiempo la inversión residencial.

Se espera que la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB sea moderadamente positiva, dado que las exportaciones se están viendo respaldadas por la demanda mundial y el debilitamiento del tipo de cambio del euro. En el tercer trimestre de 2014, las exportaciones de bienes y servicios de la zona del euro aumentaron un 1,3%, en tasa intertrimestral. En el cuarto trimestre de 2014, las exportaciones a Estados Unidos, China y otras economías asiáticas continuaron incrementándose, mientras que las exportaciones a países europeos no pertenecientes a la zona del euro y a América Latina se caracterizaron por su falta de dinamismo. Se prevé que las exportaciones de la zona del euro sigan creciendo en 2015 y posteriormente, respaldadas por el fortalecimiento gradual de la demanda mundial y por la depreciación del tipo de cambio efectivo del euro. Se espera que las importaciones de la zona del euro sigan creciendo a comienzos de 2015 y aumenten aún más a medio plazo, en consonancia con la recuperación de la demanda interna. En consecuencia, se prevé que la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB real en el horizonte de las proyecciones sea solo moderada.

Algunos factores siguen impidiendo un repunte más fuerte de la actividad general. Los ajustes de los balances en curso en diversos sectores seguirán ejerciendo presiones a la baja sobre la demanda interna. A este respecto, la persistente necesidad de realizar ajustes en los mercados de la vivienda, como se refleja también en la constante caída de los precios de la vivienda en algunos países de la zona del euro, está frenando la construcción residencial en esos países. Además, aunque la prolongada incertidumbre existente en torno a la crisis de la deuda soberana europea y a los factores geopolíticos está disminuyendo, continuará frenando la recuperación. El largo período de débil crecimiento que ha experimentado la zona del euro en los últimos años se ha asociado a la corrección de los desequilibrios macroeconómicos en varios países. En este contexto, en el recuadro 5 se analizan los resultados de la revisión de 2015 realizada en el marco del Procedimiento de desequilibrios macroeconómicos.

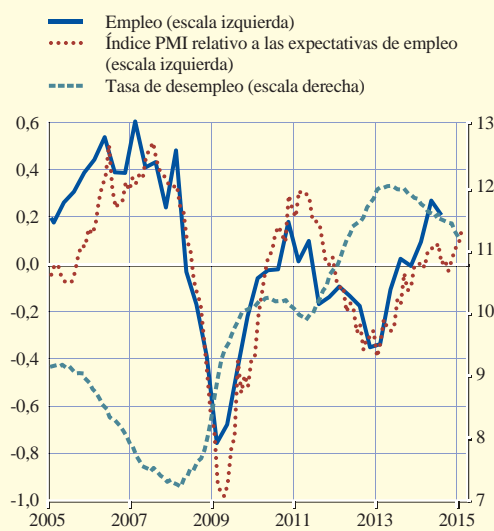
Los riesgos para las perspectivas de actividad apuntan a la baja, aunque han disminuido tras las recientes decisiones de política monetaria y la caída de los precios del petróleo. Entre los riesgos a la baja para las perspectivas de la actividad económica se incluyen una nueva escalada de las tensiones geopolíticas, así como renovadas tensiones en los mercados de deuda soberana de la zona del euro. Estos riesgos se ven contrarrestados, aunque sólo en parte, por los riesgos al alza relacionados con un impacto mayor de lo previsto de las reformas estructurales y de los planes de inversión de la UE en la actividad.

La situación de los mercados de trabajo de la zona del euro está mejorando gradualmente. El empleo (véase gráfico 18) creció un 0,2%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2014 (el último período para el que se dispone de datos), por tercer trimestre consecutivo. Estos incrementos reflejan el crecimiento sostenido del sector servicios (especialmente de los servicios de mercado), y algunas

señales más recientes de estabilización en la industria y la construcción. En la construcción, el moderado crecimiento del empleo registrado en el tercer trimestre refleja un incremento positivo, en términos intertrimestrales, por primera vez desde el tercer trimestre de 2007. En los distintos países de la zona del euro, al margen de la evolución positiva del mercado de trabajo alemán, el crecimiento del empleo se vio impulsado principalmente por mejoras en los países con elevadas tasas de desempleo en la actualidad, como España, Portugal y Grecia. Asimismo, el total de horas trabajadas aumentó un 0,4%, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre de 2014, es decir, de nuevo a un ritmo algo mayor que en trimestres anteriores, tras la recuperación observada desde la última recesión de la zona del euro. Aunque los resultados de las encuestas siguen indicando niveles bajos de empleo, señalan una mejora constante a finales de 2014 y principios de este año. Los indicadores adelantados también apuntan a algunas mejoras en la situación de los mercados de trabajo.

Gráfico 18 Empleo en la zona del euro, índice PMI relativo a las expectativas de empleo y desempleo

(crecimiento intertrimestral; índice; porcentaje de la población activa)



Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.

Nota: El índice PMI se expresa en desviaciones de 50 dividido por 10.

El desempleo sigue descendiendo gradualmente

desde niveles elevados. La tasa de desempleo de la zona del euro se situó en el 11,2% en enero de 2015, lo que representa una disminución de 0,6 puntos porcentuales con respecto al nivel alcanzado un año antes, aunque todavía permanece 1,3 puntos porcentuales por encima del mínimo de abril de 2011 y 4 puntos porcentuales por encima del mínimo registrado antes de la crisis. Sin embargo, se observan descensos continuos de las tasas de desempleo en todos los grupos (jóvenes, adultos, hombres y mujeres) y en la mayoría de las economías de la zona del euro, aunque persisten diferencias considerables.

De cara al futuro, se espera que los mercados de trabajo de la zona del euro sigan mejorando a

corto y a medio plazo. Aunque el reciente repunte del empleo ha sido más acusado de lo que cabría anticipar de acuerdo con relaciones históricas, se prevé un mayor crecimiento del empleo en los próximos trimestres, como consecuencia del fortalecimiento de la recuperación, reflejando de este modo el impacto positivo de las reformas estructurales en los países más afectados por la crisis. En consecuencia, se prevé que la tasa de desempleo de la zona del euro siga disminuyendo a medida que la recuperación se extienda.

4 PRECIOS Y COSTES

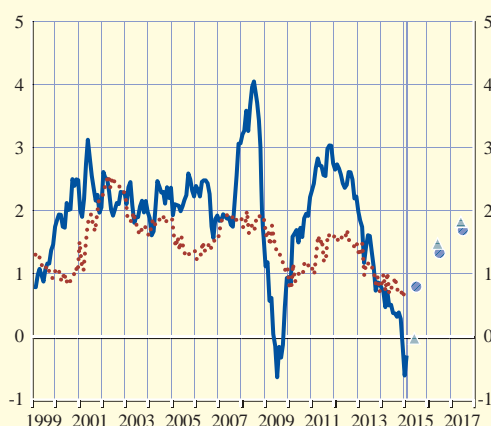
Factores globales e internos explican el prolongado descenso de la inflación medida por el IAPC observado desde finales de 2011, y la acusada caída que han experimentado recientemente los precios del petróleo ha sido el principal factor determinante de que la inflación se haya situado en terreno negativo en los últimos meses. A partir de los precios vigentes de los futuros sobre el petróleo, se prevé que la inflación interanual medida por el IAPC permanezca en niveles negativos o muy bajos en los próximos meses. Las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro sitúan la tasa media de inflación en el 0,0% en 2015, aunque aumentará de forma significativa en 2016, hasta el 1,5%, y hasta el 1,8% en 2017. Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se incremente del 0,8% en 2015 al 1,3% en 2016 y el 1,7% en 2017, así como que las recientes medidas de política monetaria contribuyan al aumento de la inflación en el horizonte de las proyecciones y a reforzar el anclaje de las expectativas de inflación. Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo serán objeto de un atento seguimiento, prestando especial atención a la transmisión de las medidas de política monetaria y a los acontecimientos geopolíticos, así como a la evolución del tipo de cambio y de los precios de la energía.

En los últimos meses, las tasas de inflación han sido considerablemente más bajas de lo previsto en las proyecciones macroeconómicas de diciembre de 2014 elaboradas por los expertos del Euro-sistema para la zona del euro. Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC se situó en el -0,3% en febrero de 2015, frente al -0,6% de enero y el -0,2% de

Gráfico 19 Inflación medida por el IAPC e inflación medida por el IAPC, excluidos energía y alimentos, en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

- Inflación medida por el IAPC
- Inflación medida por el IAPC, excl. energía y alimentos
- ▲ Proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 del BCE para la inflación
- Proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 del BCE para la inflación, excl. energía y alimentos

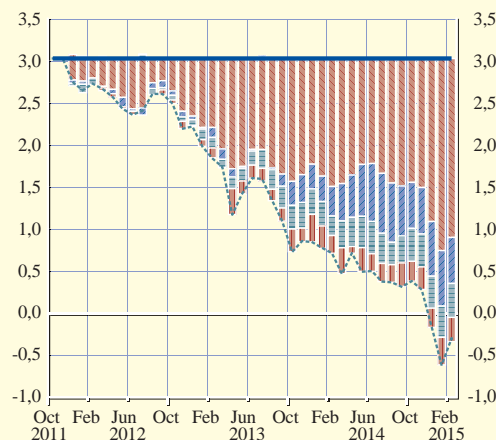


Fuentes: Eurostat y cálculos de los expertos del BCE.
Notas: Las últimas observaciones relativas a la inflación medida por el IAPC y a la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, corresponden a febrero de 2015 (estimaciones preliminares). Los datos de las proyecciones se refieren a medias anuales para 2015, 2016 y 2017, como en el documento titulado «Proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro», publicadas en el sitio web del BCE el 5 de marzo de 2015.

Gráfico 20 Evolución de la inflación medida por el IAPC desde octubre de 2011

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

- Índice general – período base (octubre 2011)
- Servicios
- Bienes industriales no energéticos
- Alimentos
- Energía
- Índice general



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2015 (estimaciones preliminares). El gráfico muestra la contribución en puntos porcentuales de los componentes al descenso de la inflación general desde el último máximo registrado por la inflación medida por el IAPC en octubre de 2011.

diciembre de 2014 (véase gráfico 19). Estas tasas inferiores a lo esperado tienen su origen principalmente en la menor contribución de los precios de la energía, ya que los precios del petróleo han experimentado un acusado descenso desde mediados de noviembre, cuando se cerró la recepción de datos para la elaboración de las proyecciones de diciembre de 2014, en las que se tuvieron en cuenta los precios de los futuros vigentes entonces (véase gráfico 2).

La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, ha continuado en una senda básicamente estable. La reducida inflación subyacente puede atribuirse a una combinación de factores, entre los que se incluyen los efectos retardados de la fuerte apreciación del euro hasta mayo de 2014, el proceso de ajuste de los precios relativos en algunos países de la zona del euro y la persistente debilidad de la demanda de consumo y de la capacidad para fijar precios de las empresas. Además, la caída de los precios del petróleo y de otras materias primas también ha presionado a la baja la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, ya que el descenso de los costes de los bienes intermedios se ha transmitido a través de la cadena de precios¹.

Los efectos directos de la caída de los precios del petróleo han determinado la evolución reciente de la inflación (véase gráfico 20). Es probable que el reciente descenso de los precios del petróleo se haya transmitido en gran medida a los precios antes de impuestos de los combustibles líquidos. Otros efectos directos habituales, por ejemplo a través de los precios de la electricidad y el gas, también han contribuido a las tasas de inflación negativas observadas en los últimos meses.

Los precios de los alimentos también han continuado sometidos a presiones a la baja. En los últimos meses, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados ha seguido adentrándose en territorio negativo, mientras que la de los precios de los alimentos elaborados ha continuado moderándose. Esta evolución refleja en cierta medida la transmisión de los efectos indirectos de la caída de los precios agrícolas y de otras materias primas a través de la cadena de producción y de precios.

El impacto retardado de la apreciación del euro hasta mayo de 2014 y el descenso de los precios internacionales de las materias primas sigue afectando a los precios de los bienes industriales no energéticos. Se ha de observar que muchos de los componentes de estos bienes, como los ordenadores y los aparatos eléctricos, tienden a ser importados o a tener un contenido relativamente elevado de importaciones. Por otra parte, la disminución de los precios internacionales del petróleo puede estar presionando a la baja los precios de los bienes industriales no energéticos, ya que la energía es un importante factor de costes en la producción de estos bienes. Aparte de factores de naturaleza más cíclica, es posible que factores de carácter más estructural estén influyendo en la evolución de la tasa de variación de los precios de estos bienes. En el recuadro 6 se analizan los efectos potenciales del comercio electrónico en la moderación de la inflación.

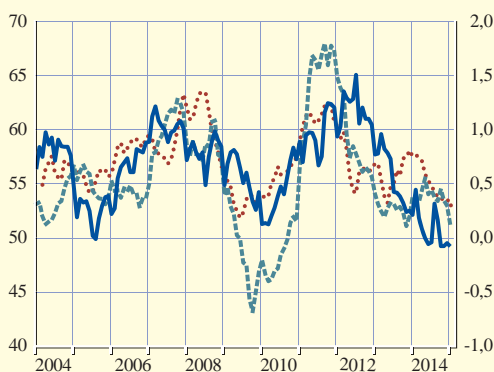
Las presiones latentes sobre los precios de los bienes industriales no energéticos siguen siendo moderadas. La tasa de variación interanual de los precios industriales de los bienes de consumo, que tiende a adelantarse a la de los precios de los bienes industriales no energéticos entre seis y doce meses, aproximadamente, se mantuvo en un nivel reducido en enero de 2015. Además, los datos de las encuestas sobre los precios de los bienes intermedios en el sector no alimentario minorista continuaron retrocediendo en enero de 2015 (véase gráfico 21). Por un lado, en las primeras fases de la cadena de precios, la tasa de variación interanual de los precios de importación de los bienes intermedios ha sido positiva por segundo mes consecutivo como consecuencia de la depreciación del euro. Por otro, los

¹ Para un análisis más detallado de los efectos indirectos, véase el recuadro titulado «Efectos indirectos de la evolución de los precios del petróleo sobre la inflación de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, Frankfurt am Main, diciembre de 2014.

Gráfico 21 Presiones latentes en las últimas fases de la cadena de precios de los bienes industriales no energéticos

(tasas de variación interanual)

- IAPC – bienes industriales no energéticos (escala derecha)
- Índice de directores de compras – costes de los bienes intermedios del sector minorista no alimentario (media móvil de tres meses; escala izquierda)
- - - Índice de precios industriales –bienes de consumo no alimenticio (escala derecha)

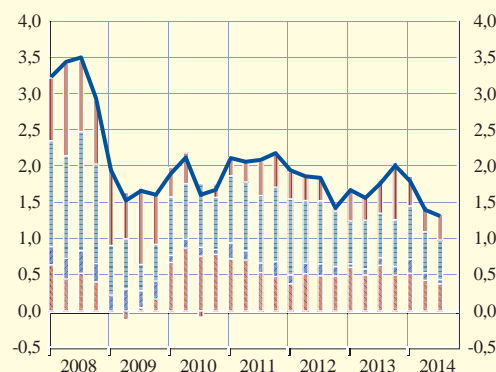


Fuentes: Eurostat, Markit y cálculos del BCE.
Notas: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2015.

Gráfico 22 Remuneración por asalariado en la zona del euro, por sectores

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

- Total
- Servicios no de mercado
- Servicios de mercado
- Construcción
- Industria (excluida construcción)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: Los datos se refieren al Euro-18. Los «servicios no de mercado» incluyen actividades de las Administraciones Públicas y de instituciones privadas sin fines de lucro en áreas como servicios públicos generales, educación o sanidad. Los «servicios de mercado» se definen como la diferencia restante con el total de servicios. La última observación corresponde al tercer trimestre de 2014.

precios industriales de estos bienes, así como los precios en euros del petróleo y de otras materias primas, permanecen en niveles moderados.

La tímida evolución de los costes laborales ha contenido las presiones sobre los precios de los servicios. Como los costes laborales tienden a constituir una proporción relativamente elevada del total de costes del sector servicios, el moderado crecimiento de los salarios ha contribuido a que la tasa de variación de los precios de este sector se haya mantenido en niveles reducidos aunque básicamente estables (véase gráfico 22). La debilidad del crecimiento de los salarios y de la tasa de variación de los precios de los servicios puede deberse a diversos factores. Es posible que, en gran medida, refleje el elevado grado de holgura de la economía y del mercado de trabajo en la zona del euro. Además, los efectos indirectos de la caída de los precios del petróleo también han contribuido recientemente al descenso de los precios de los servicios de transporte, como el transporte aéreo, en el que los combustibles son un importante factor de costes. Además, puede indicar una mayor flexibilidad de los salarios y los precios en algunos países de la zona del euro resultante de las reformas estructurales emprendidas en los mercados de productos y de trabajo en los últimos años (véase gráfico 23).

Es necesario realizar un seguimiento de la posibilidad de que se produzcan efectos de segunda vuelta derivados del descenso de los precios del petróleo. Por una parte, un aumento de la flexibilidad salarial implicaría la posibilidad de que cualquier ajuste a la baja sea ahora más pronunciado. Por otro, una reducción significativa de la indiciación salarial automática puede significar que cualquier ajuste a la baja del crecimiento de los salarios sea menos acusado de lo que podría haber sido el caso anteriormente. Además, todavía persisten rigideces nominales de salarios en muchos países, lo que dificulta aún más los recortes salariales en términos absolutos.

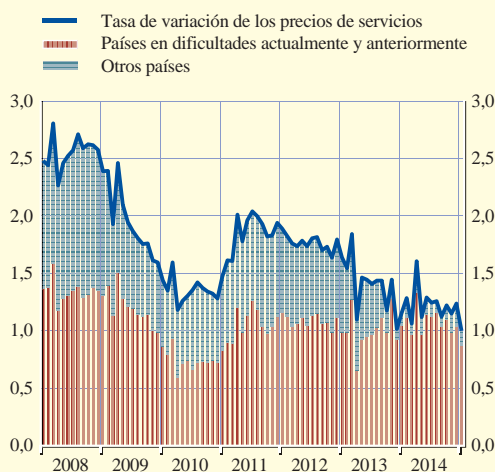
Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo sugieren que esta retornará gradualmente a niveles próximos al 2% (véase gráfico 24). Tras el reciente descenso de los precios del petróleo, las expectativas de inflación a más corto plazo basadas en indicadores de opinión han disminuido sustancialmente. No obstante, la reducción de las expectativas de inflación a largo plazo basadas en estos indicadores ha sido mucho menos pronunciada que la de las expectativas basadas en indicadores de mercado. En general, las expectativas de inflación parecen haberse reducido como consecuencia de las bajas tasas de inflación registradas, en un entorno de caída de los precios del petróleo y de otras materias primas, así como de debilidad del crecimiento.

Los indicadores de mercado de las expectativas de inflación han descendido más que los indicadores de opinión. El nivel relativamente reducido de las expectativas de inflación basadas en indicadores de mercado se debe, en parte, a la influencia de unas primas de riesgo de inflación negativas. Una prima de riesgo de inflación negativa hace que los tipos *swap* de inflación y las tasas de inflación implícitas sean inferiores a la inflación futura realmente esperada por los participantes en el mercado. Esta situación puede plantearse si los participantes en el mercado consideran más probable un escenario de inflación más baja que uno de inflación más elevada. En consecuencia, los intervinientes en el mercado muestran mayor preferencia por los bonos nominales frente a los activos indexados a la inflación, ya que el rendimiento real de los bonos nominales sería relativamente favorable en ese escenario. El retroceso de las expectativas de inflación a largo plazo basadas en indicadores de mercado registrado en los últimos meses también se ha observado en Estados Unidos y el Reino Unido (véase gráfico 25), y es muy probable que refleje un incremento global de las primas de riesgo de inflación negativas.

De cara al futuro, se prevé que la inflación medida por el IAPC se sitúe, en promedio, en el 0,0% en 2015, aunque aumentará de forma significativa en 2016 y seguirá incrementándose en 2017. A partir de la información disponible a mediados de febrero, las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro prevén que la inflación

Gráfico 23 Tasa de variación de los precios de los servicios en la zona del euro

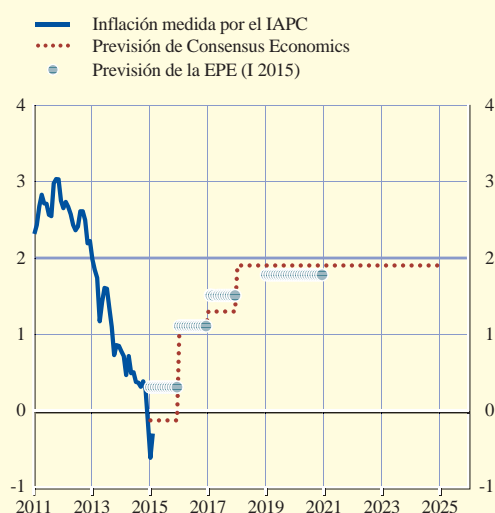
(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2015.

Gráfico 24 Indicadores de opinión de las expectativas de inflación

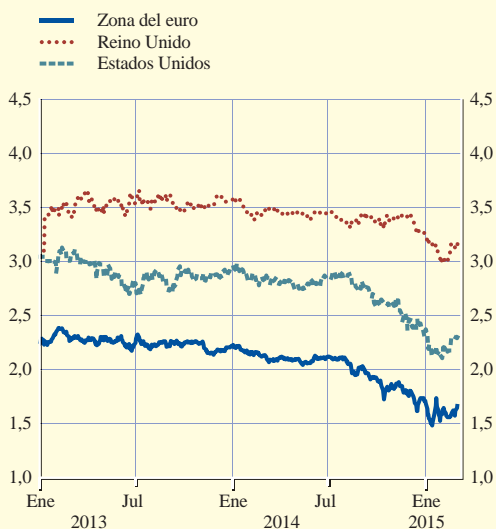
(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, Thomson Reuters, encuesta a expertos en previsión económica, Consensus Economics y cálculos del BCE.
Nota: Las previsiones de Consensus Economics se publicaron en febrero de 2015 para 2015 y 2016, y en octubre de 2014 para el resto del horizonte de proyección.

Gráfico 25 Tipos swap de inflación a cinco años dentro de cinco años

(tasas de variación interanual)

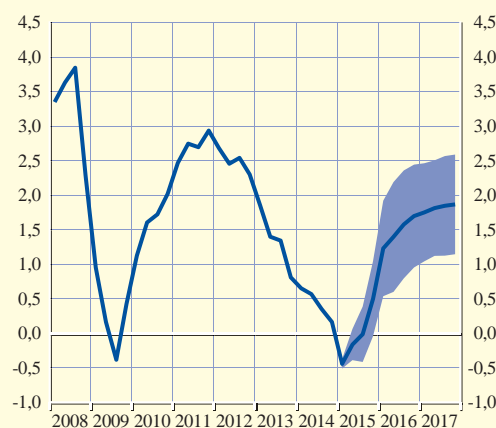


Fuente: Thomson Reuters.

Notas: Los tipos swap de inflación del Reino Unido están indexados al índice de precios al por menor de este país. Las últimas observaciones corresponden al 3 de marzo de 2015.

Gráfico 26 IAPC de la zona del euro (incluidas las proyecciones)

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y documento titulado «Proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro», publicado en el sitio web del BCE el 5 de marzo de 2015.

Notas: 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).

medida por el IAPC general se incrementa desde el $-0,4\%$ en el primer trimestre de 2015 hasta el $1,9\%$ en el último trimestre de 2017, y que se sitúe, en promedio, en el $0,0\%$ en 2015, el $1,5\%$ en 2016 y el $1,8\%$ en 2017 (véase gráfico 26). El repunte esperado de la inflación general medida por el IAPC refleja un cambio de sentido esperado en los precios de la energía, como indican la curva ascendente de los futuros sobre el petróleo, el impacto de la mayor debilidad del tipo de cambio efectivo del euro y el significativo fortalecimiento de las presiones internas sobre los costes a medida que la economía se recupere y se estreche con rapidez la brecha de producción negativa.

La mejora de la situación en los mercados de trabajo y la disminución del grado de holgura de la economía conllevan un aumento de las presiones internas sobre los precios en el horizonte de las proyecciones. Se prevé que el crecimiento actual del empleo y la disminución de la tasa de paro sostengan un aumento gradual del crecimiento de la remuneración por asalariado, aunque los actuales procesos de ajuste de la competitividad en términos de costes en algunos países de la zona del euro están dificultando una recuperación más fuerte. Aunque el crecimiento de la remuneración por asalariado está repuntando, la mejora cíclica de la productividad resultante implica un perfil de crecimiento de los costes laborales unitarios sin cambios en los dos próximos años. Según las previsiones, en 2017, el avance del crecimiento de la remuneración por asalariado superará ligeramente el de la productividad, dado que se espera un repunte de los salarios en algunos países como consecuencia de la recuperación económica en curso tras años de moderación salarial. Después de experimentar un descenso en 2015, se espera que los márgenes

se incrementen durante el resto del horizonte de las proyecciones cuando la productividad se recupere de manera significativa y la actividad económica se fortalezca.

Se espera que las medidas de política monetaria no convencionales contribuyan a que la inflación aumente durante el horizonte de las proyecciones a través de presiones internas y externas sobre los precios. Se prevé que el impacto favorable de las medidas de política monetaria no convencionales aplicadas recientemente en el crecimiento del PIB real y el cierre más rápido de la brecha de producción resultante redunden en beneficio de los márgenes y de los salarios. El impacto a la baja de estas medidas en el tipo de cambio del euro conlleva presiones externas adicionales sobre los precios a través del canal de tipos de cambio. Además, los efectos favorables en los niveles de confianza derivados de estas medidas deberían contribuir a estabilizar las expectativas de inflación.

El Consejo de Gobierno del BCE anunció que realizará un atento seguimiento de los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo. En este contexto, prestará especial atención a la transmisión de las medidas de política monetaria y a los acontecimientos geopolíticos, así como a la evolución del tipo de cambio y de los precios de la energía.

5 DINERO Y CRÉDITO

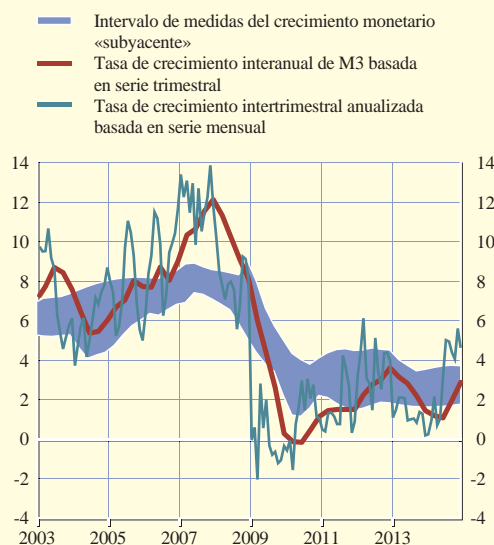
La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) continuó recuperándose, pese a que permanece en niveles reducidos. Al mismo tiempo, el crecimiento interanual de los préstamos repuntó, confirmando un giro en la dinámica de estos activos a principios de 2014 —las restricciones en la oferta de crédito están disminuyendo progresivamente y la demanda de crédito está aumentando—. En conjunto, la evolución reciente sugiere que las medidas de política monetaria del BCE están ayudando a restablecer el correcto funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria y a relajar las condiciones de concesión del crédito bancario.

En un entorno de tipos de interés muy bajos, el crecimiento monetario y crediticio registró una nueva mejora. En comparación con el tercer trimestre de 2014, los indicadores monetarios apuntan a una evolución ligeramente positiva, que también es apreciable en la oferta y en la demanda de crédito bancario. Sin embargo, el crecimiento de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras de la zona del euro aún es débil en términos históricos, y persiste la fragmentación de los tipos de interés de los préstamos bancarios en toda la zona del euro.

Los datos recientes indican un repunte del crecimiento subyacente de M3, que, no obstante, continúa siendo débil. La tasa de crecimiento interanual de M3 se incrementó hasta el 2,9 % en el cuarto trimestre de 2014 y hasta el 4,1 % en enero de 2015, desde el 2 % del tercer trimestre y un mínimo del 0,8 % en abril de 2014 (véase gráfico 27). El crecimiento interanual de M3 sigue estando respaldado por sus componentes más líquidos, como muestra el sólido crecimiento del agregado monetario estrecho M1,

Gráfico 27 M3 y M3 subyacente

(tasas de variación interanual)

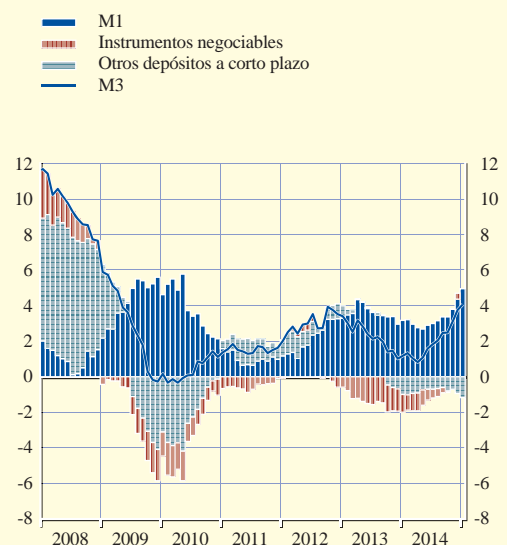


Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: El intervalo de medidas del crecimiento monetario subyacente incluye un filtro univariante y un filtro multivariante del crecimiento monetario, una medida basada en un modelo de factores dinámicos para un amplio conjunto de variables monetarias, una medida del crecimiento de M3 ajustado de ciclo basado en un modelo de vectores autorregresivos bayesianos y una medida de exclusión (estimación de los depósitos de M3 de los hogares).

Gráfico 28 M3 y sus componentes

(contribución en términos de tasa de variación interanual de M3; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

que registró una tasa interanual del 6,7% en el cuarto trimestre de 2014 y del 9% en enero de 2015 (frente al 5,7% del tercer trimestre).

El sector tenedor de dinero se centra en los depósitos a la vista. El entorno de tipos de interés muy bajos sigue favoreciendo que el sector tenedor de dinero invierta en depósitos a la vista dentro de M3. M1 se benefició del elevado crecimiento de estos depósitos en poder de los hogares y de las sociedades no financieras (véase gráfico 28). La preferencia del sector tenedor de dinero por los activos más líquidos, en especial los depósitos a la vista, señala una acumulación sostenida de colchones de liquidez. Los reducidos (y cada vez menores) niveles de remuneración de los activos monetarios menos líquidos contribuyeron a la continua contracción de los depósitos a corto plazo distintos de los depósitos a la vista. Además, la tasa de crecimiento de los instrumentos negociables (es decir, M3 menos M2), cuyo peso en M3 es relativamente reducido, fue menos negativa y se situó en niveles positivos a finales del cuarto trimestre de 2014. En concreto, las tenencias de valores representativos de deuda a corto plazo emitidos por instituciones financieras monetarias (IFM) permanecieron en una senda descendente hasta el cuarto trimestre de 2014, aunque su tasa de crecimiento interanual pasó a ser positiva a principios de año.

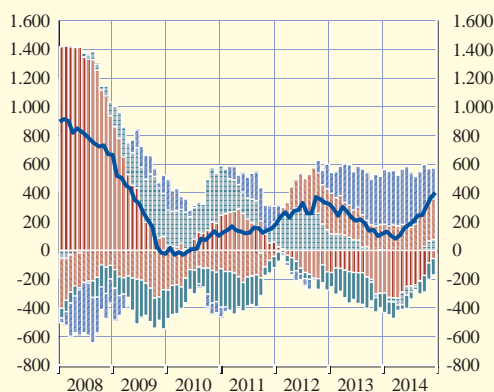
Las operaciones exteriores continúan respaldando el crecimiento del agregado monetario amplio.

El análisis de las contrapartidas de M3 (véase gráfico 29) muestra que su evolución estuvo determinada, principalmente, por los activos exteriores netos y por una contracción de los pasivos financieros a más largo plazo, aunque el giro en la dinámica de los préstamos también fue un factor positivo. Con relación a su máximo de mediados de 2014, la aportación de la posición acreedora neta frente al exterior de las IFM se redujo significativamente en el cuarto trimestre de 2014, aunque continúa siendo positiva,

Gráfico 29 Contrapartidas de M3

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

- M3
- Crédito al sector privado (1)
- Crédito a las AAPP (2)
- Activos exteriores netos (3)
- Pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) (4)
- Otras contrapartidas (incluidos capital y reservas) (5)



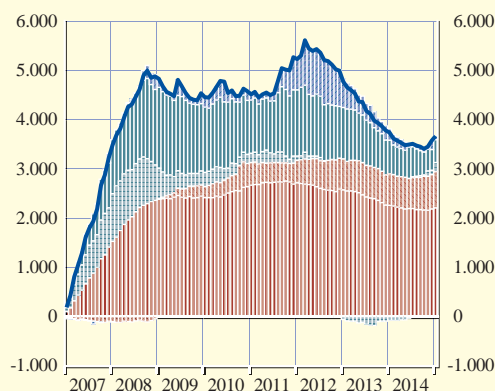
Fuente: BCE.

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.

Gráfico 30 Principales activos de las IFM de la zona del euro

(mm de euros; flujos acumulados a partir de 2007; datos desestacionalizados)

- Total
- Crédito al sector privado
- Activos exteriores
- Activos frente al Eurosistema
- Crédito a las AAPP
- Otros activos de las IFM



Fuente: BCE.

Notas: Sector IFM excluido el Eurosistema. Total se refiere a los principales activos de las IFM, es decir, algunas categorías de activos no se incluyen.

sustentada por el considerable superávit de la balanza por cuenta corriente. Esta reducción puede reflejar las expectativas de los mercados, especialmente de los inversores internacionales, de menores rendimientos de los activos de la zona del euro en el futuro. También contribuyó un nuevo descenso de la tasa de variación interanual de los pasivos financieros a más largo plazo (excluidos capital y reservas) de las IFM en poder del sector tenedor de dinero, que se situó en el $-4,8\%$ en el cuarto trimestre de 2014 y en el $-5,7\%$ en enero de 2015, en comparación con el $-3,4\%$ del tercer trimestre.

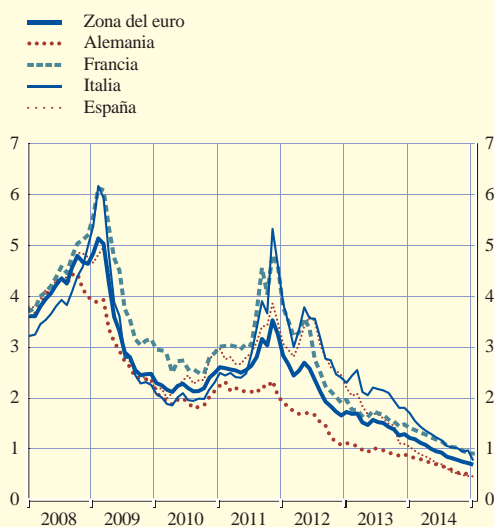
Las entidades de crédito aumentaron el tamaño de sus balances en el cuarto trimestre de 2014 por primera vez desde mediados de 2012 (véase gráfico 30). Entre finales de 2011 y abril de 2014 el desapalancamiento de las entidades de crédito se tradujo en una reducción de sus activos totales del 6% , aproximadamente. Este proceso de desapalancamiento llevó a las IFM a moderar su actividad crediticia frente al sector privado. Fue la respuesta a un período de fuerte expansión de los balances bancarios: entre 2005 y 2012, los activos totales de las instituciones financieras monetarias se elevaron significativamente, alcanzando un máximo de 33,7 billones de euros (es decir, 3,55 veces el PIB de la zona del euro), lo que representa un aumento de más de 60 puntos porcentuales del PIB.

Los procesos de ajuste continuaron siendo una característica del sector bancario durante el cuarto trimestre de 2014. Como muestran los resultados de la evaluación global de las entidades de crédito de la zona del euro llevada a cabo por el BCE (que se publicaron en octubre de 2014), los bancos han efectuado esfuerzos sustanciales para fortalecer sus balances. Las entidades de crédito han mejorado sus ratios de capital, en parte aumentando las emisiones de acciones, pero también mediante el desapalancamiento y la aplicación de unas condiciones crediticias más restrictivas (criterios de aprobación del crédito más estrictos y diferenciales de los préstamos más elevados). El énfasis en los ajustes de los balances y los notables avances realizados recientemente en relación con las ratios de capital han ayudado a fijar las condiciones para lograr una mejora sostenida del canal del crédito bancario de la política monetaria. Sin embargo, la rentabilidad bancaria sigue siendo baja, lo que puede limitar la capacidad crediticia de las entidades de crédito si la demanda repuntara con mayor fuerza y debilitara la transmisión de la reducción de los costes de financiación de las entidades de crédito a los tipos de los préstamos bancarios.

Los costes de financiación de las entidades de crédito continuaron mejorando en el cuarto trimestre de 2014. La reducción de los costes de financiación de las entidades de crédito está relacionada con el paquete de medidas de expansión crediticia (las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico —TLTRO—, el tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados —CBPP3— y el programa de compras de bonos de titulización de activos —ABSPP—). Las favorables condiciones de financiación de las entidades de crédito se reflejan en el rendimiento de los bonos bancarios no garantizados, que disminuyó hasta mínimos históricos en el cuarto trimestre

Gráfico 31 Coste agregado de la financiación de las entidades de crédito mediante deuda

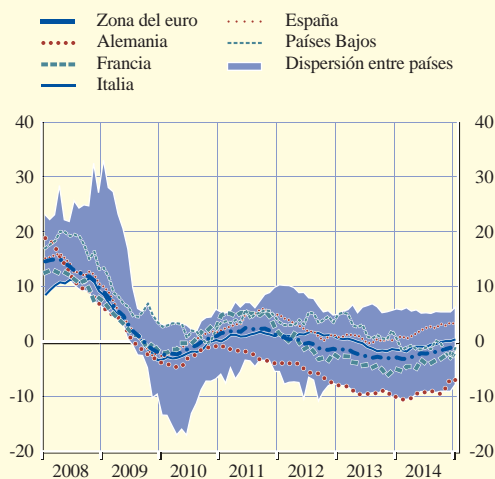
(coste agregado de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada; porcentaje)



Fuentes: BCE, índice Merrill Lynch Global y cálculos del BCE. Notas: La media de los tipos de interés de los depósitos de las nuevas operaciones y el coste de financiación mediante deuda se ha ponderado con los correspondientes saldos vivos.

Gráfico 32 Préstamos de las IFM a las sociedades no financieras en una selección de países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)

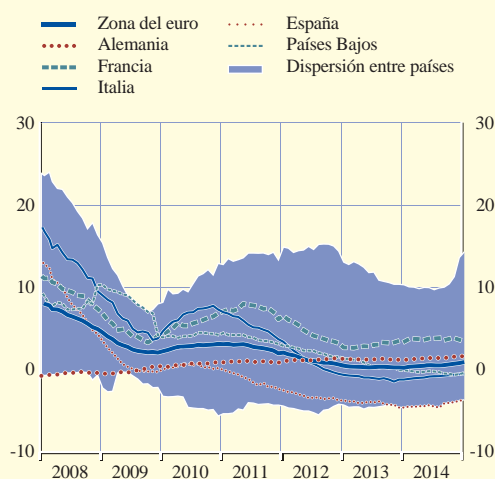


Fuente: BCE.

Notas: Ajustados de ventas y titulaciones. La dispersión entre países se calcula como el valor mínimo/máximo en una muestra fija de doce países de la zona del euro. Flujos ajustados de ventas y titulaciones de préstamos a partir de enero de 2009.

Gráfico 33 Préstamos de las IFM a los hogares en una selección de países de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Notas: Ajustados de ventas y titulaciones. La dispersión entre países se calcula como el valor mínimo/máximo en una muestra fija de doce países de la zona del euro. Flujos ajustados de ventas y titulaciones de préstamos a partir de enero de 2009.

de 2014 (véase gráfico 31), cayendo a una media del 0,69 % en enero de 2015. El coste de los depósitos para las entidades de crédito volvió a descender, pero, por el momento, no hay signos de un movimiento general a niveles negativos debido al tipo de interés negativo de la facilidad de depósito del BCE. En conjunto, el coste agregado de la financiación de las entidades de crédito continúa reduciéndose en un entorno de amortizaciones netas de los pasivos financieros a más largo plazo de las IFM. La atonía de la actividad de emisión de deuda puede reflejar factores de oferta, ya que las entidades de crédito sanearon sus balances y se beneficiaron de las TLTRO del BCE. Asimismo, la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2015 (véase la encuesta en www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html) mostró que el acceso de las entidades de crédito a la financiación había mejorado para todos los instrumentos de mercado principales. Las nuevas emisiones de valores representativos de deuda fueron las más beneficiadas, mientras que los bancos indicaron un ligero endurecimiento neto de su acceso a los depósitos a largo plazo y a otros instrumentos de financiación minorista.

Los datos recientes confirman un giro en la dinámica crediticia en el primer trimestre de 2014. La contracción del crédito bancario al sector privado volvió a moderarse. Ajustado de ventas y titulaciones, el crecimiento interanual del crédito de las IFM al sector privado continuó su recuperación en el cuarto trimestre de 2014 (situándose en el -0,3 %, frente al -0,9 % del tercer trimestre) y en enero (0,5 %). En concreto, la disminución de los préstamos concedidos a las sociedades no financieras siguió atenuándose (véase gráfico 32), mientras que el crecimiento de los préstamos a los hogares se estabilizó en niveles positivos (véase gráfico 33). Esta evolución se vio favorecida por la significativa reducción de los tipos de interés del crédito bancario observada en algunos lugares de la zona del euro desde el verano de 2014, así como por los signos de mejora de la oferta y la demanda de préstamos bancarios. Aunque la atonía económica y las condiciones históricamente duras de los préstamos siguen afectando a la provisión de crédito, las ediciones recientes de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro confirman la valoración de que las tensiones en la oferta de crédito están disminuyendo progresivamente y apuntan a

un aumento de la demanda de préstamos. De hecho, la encuesta de enero de 2015 muestra que la mayor competencia entre entidades de crédito contribuyó a relajar las condiciones de concesión del crédito en el cuarto trimestre de 2014, que coincidió con un repunte de la demanda de préstamos procedente de las empresas (véase gráfico 34).

La reducción de los costes de financiación de las entidades de crédito se va transmitiendo gradualmente a los tipos de interés de los préstamos bancarios. Desde la segunda mitad de 2012, las entidades de crédito de todos los países de la zona del euro han registrado una disminución progresiva de su coste de financiación mediante deuda. Esta evolución positiva está relacionada con las medidas convencionales y no convencionales adoptadas por el BCE con el fin de aumentar el grado de acomodación de la política monetaria. Aunque la transmisión de la mejora de los costes de financiación de las entidades de crédito a los prestatarios

Gráfico 34 Factores que contribuyen al endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos a las sociedades no financieras y demanda neta

(porcentaje neto medio por categoría)

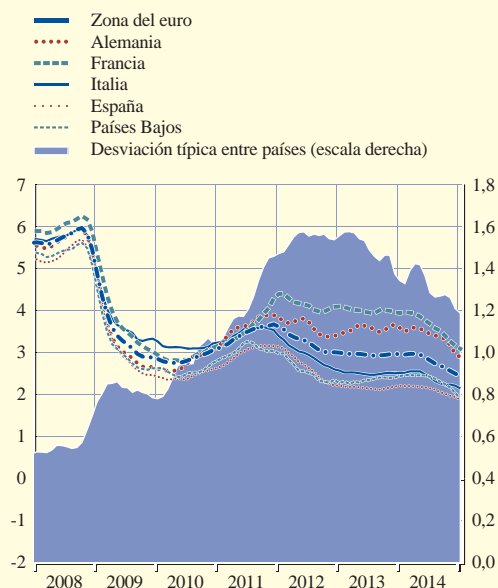


Fuente: BCE.

Notas: La percepción del riesgo se expresa como media no ponderada de la «actividad económica esperada» y las «perspectivas del mercado de la vivienda»; la competencia se expresa como media no ponderada de la «competencia de otras entidades de crédito» y la «competencia de entidades no bancarias».

Gráfico 35 Indicador sintético del coste de financiación de las sociedades no financieras

(en porcentaje; medias móviles de tres meses)

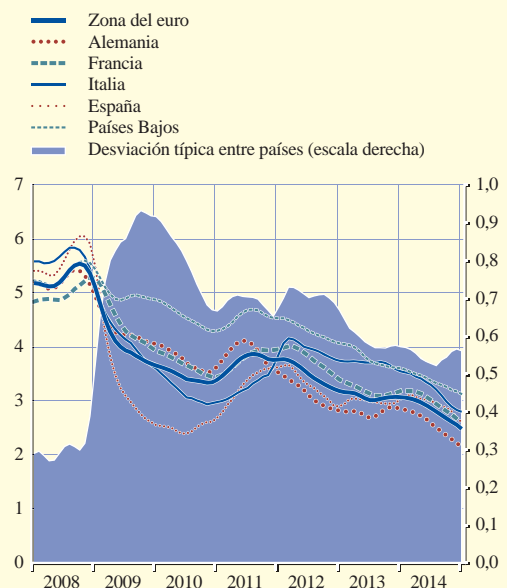


Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste total de la financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro.

Gráfico 36 Indicador sintético del coste de financiación de los hogares

(en porcentaje; medias móviles de tres meses)



Fuente: BCE.

Notas: El indicador del coste total de la financiación bancaria se calcula agregando los tipos de interés a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. La desviación típica entre países se calcula sobre una muestra fija de doce países de la zona del euro.

en forma de tipos de interés más bajos de los préstamos bancarios ha sido lenta, se produjeron cambios significativos a este respecto en el segundo semestre de 2014, dado que los costes agregados de la financiación de los hogares y las sociedades no financieras de todos los países de la zona del euro se redujeron en torno a 40 puntos básicos (véanse gráficos 35 y 36).

El crecimiento total de la financiación externa de las sociedades no financieras de la zona del euro cobró algo de fuerza a finales de 2014.

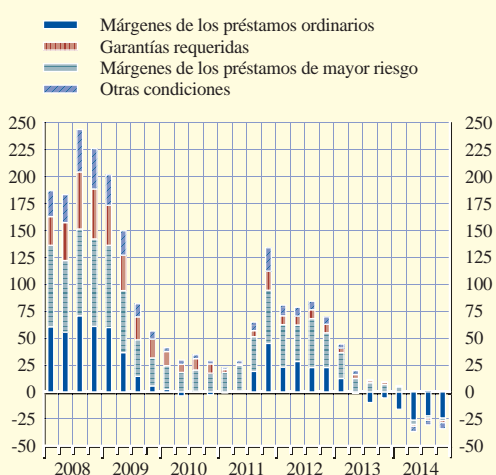
Los datos sobre emisiones de valores correspondientes a diciembre de 2014 confirman datos anteriores, que indican que la emisión de valores representativos de deuda y de acciones por parte de las sociedades no financieras de la zona del euro se está recuperando con respecto a un tercer trimestre de débil actividad emisora. La recuperación de la financiación externa se vio respaldada, además, por los flujos menos negativos de préstamos bancarios. El coste nominal de la financiación externa no bancaria de las sociedades no financieras de la zona del euro volvió a disminuir en los dos primeros meses de 2015, debido al descenso del coste de los valores de renta fija y del coste de las acciones, que, a su vez, puede atribuirse sobre todo al programa ampliado de compra de activos (véase sección 2).

Las diferencias entre países en los tipos de interés de los préstamos han comenzado a reducirse.

Parece que el paquete de medidas de expansión crediticia adoptadas en junio de 2014 han propiciado un estrechamiento de la dispersión de los costes de financiación entre países. En los países de la zona del euro que registran actualmente una débil actividad de préstamo a las sociedades no financieras, los descensos de los tipos de interés que aplican las entidades de crédito a estos préstamos han sido especialmente acusados. La encuesta sobre préstamos bancarios de enero de 2015 muestra asimismo una relajación adicional de las condiciones de los nuevos préstamos y créditos a las sociedades no financieras, particularmente en forma de otro estrechamiento de los márgenes de los préstamos ordinarios (véase gráfico 37). Además, pese a algunos cambios muy alentadores en las condiciones de oferta del crédito en la zona del euro en su conjunto, los criterios de concesión siguen siendo heterogéneos entre los distintos países y sectores.

Gráfico 37 Cambios en las condiciones de los préstamos o líneas de crédito a empresas

(porcentaje neto de entidades que indican un factor que contribuye al endurecimiento de las condiciones)



Fuente: BCE.
Nota: Otras condiciones se expresa como media no ponderada de «Gastos, excluidos intereses», «Cuantía de los préstamos o líneas de crédito», «Compromisos asociados a los contratos de préstamo» y «Plazo de vencimiento».

6 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Se espera que la consolidación fiscal continúe. No obstante, será necesario llevar a cabo ajustes estructurales adicionales para que la ratio de deuda se sitúe en una firme senda descendente. Además, para fortalecer la confianza en el marco fiscal europeo, es importante que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento se aplique íntegramente y de manera coherente. En particular, existe el riesgo de que la regla de la deuda se desatienda.

Se espera que el déficit fiscal agregado de la zona del euro siga disminuyendo. Las previsiones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro prevén una reducción continuada del déficit agregado de las Administraciones Públicas, desde el 2,6% del PIB en 2014 hasta el 1,5% del PIB en 2017 (véase cuadro 1). En 2014, la consolidación fiscal se debió principalmente a la mejora cíclica de la economía de la zona del euro y fue reflejo, en particular, del incremento de los ingresos por impuestos indirectos derivados del aumento del consumo privado. De cara al futuro se espera que la mejora cíclica continúe, lo que contribuirá a que la ratio de déficit público siga disminuyendo. Las perspectivas de las finanzas públicas han mejorado ligeramente con respecto a las proyecciones de diciembre de 2014, también como consecuencia de los menores pagos de intereses.

Las previsiones indican que la deuda agregada de las Administraciones Públicas alcanzó un máximo en 2014. Según las proyecciones de marzo de 2015, la ratio de deuda de la zona del euro aumentó hasta situarse en el 91,7% del PIB en 2014, como consecuencia del efecto adverso del diferencial entre crecimiento y tipos de interés, y de la contribución al incremento de la deuda procedente del ajuste déficit-deuda, que estuvo relacionado, en gran parte, con las medidas de apoyo al sector financiero. A partir de 2015 se espera que la ratio de deuda de la zona del euro descienda, hasta situarse en el 87,9% del PIB a finales de 2017. Este descenso, ligeramente mayor de lo previsto en diciembre, es atribuible principalmente a la mejora de los saldos primarios, al fortalecimiento del crecimiento económico y a los reducidos tipos de interés.

Se espera que la orientación de la política fiscal sea básicamente neutral. Tras varios años de sustanciales restricciones presupuestarias, el ajuste fiscal estructural fue moderado en 2014 y, según las previsiones, hasta 2017 los progresos serán limitados. En los próximos años será necesario realizar esfuerzos de consolidación adicionales para que la ratio de deuda se sitúe en una firme senda descendente. En concreto, algunos países de la zona del euro deberán adoptar medidas estructurales adicionales para

Cuadro 1 Evolución de las finanzas públicas de la zona del euro

(en porcentaje del PIB)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
a. Ingresos totales	45,8	46,5	46,6	46,5	46,2	46,0
b. Gastos totales	49,4	49,3	49,2	48,7	48,1	47,5
<i>De los cuales:</i>						
c. Gasto por intereses	3,0	2,8	2,7	2,5	2,4	2,3
d. Gasto primario (b - c)	46,4	46,6	46,5	46,2	45,7	45,2
Saldo presupuestario (a - b)	-3,6	-2,9	-2,6	-2,3	-1,9	-1,5
Saldo presupuestario primario (a - d)	-0,6	-0,1	0,1	0,3	0,5	0,7
Saldo presupuestario ajustado de ciclo	-3,4	-2,2	-1,9	-1,8	-1,8	-1,7
Saldo estructural	-3,1	-2,2	-1,9	-1,8	-1,7	-1,7
Deuda bruta	88,7	90,6	91,7	91,4	89,8	87,9
Pro memoria: PIB real (tasas de variación)	-0,7	-0,4	0,9	1,5	1,9	2,1

Fuentes: Eurostat y proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro. Notas: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de la zona del euro, incluida Lituania (también para el período anterior a 2015). Los datos son acordes con los datos que figuran en el documento del BCE titulado «Proyecciones macroeconómicas de marzo de 2015 elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro», publicado en el sitio web del BCE el 5 de marzo de 2015. Pueden producirse discrepancias, debido al redondeo.

asegurar el cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). En su comunicación de noviembre de 2014, la Comisión Europea consideró que los planes de proyectos presupuestarios de siete países planteaban el riesgo de incumplimiento del PEC. El 27 de febrero, la Comisión publicó detallados informes relativos al seguimiento de la evaluación sobre la implementación del PEC relativos a Bélgica, Francia e Italia (para más información, véase el recuadro 7).



RECUADROS

Recuadro I

ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN EN ESTADOS UNIDOS UTILIZANDO LA CURVA DE PHILLIPS

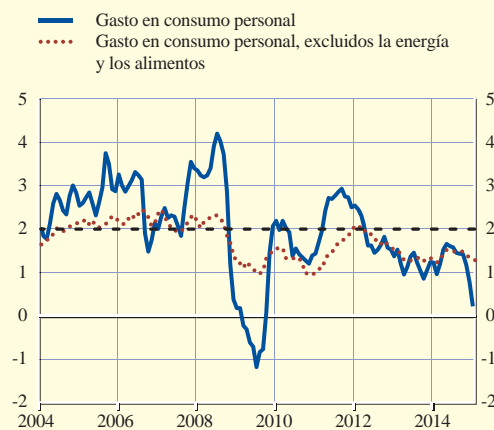
El reciente descenso de la inflación ha sido un fenómeno generalizado en las principales economías avanzadas, a pesar de las diferencias en las posiciones cíclicas. En Estados Unidos, pese a la robusta recuperación de la actividad económica, la inflación ha sido reducida en los dos últimos años. Tanto la inflación general como la inflación subyacente se han situado en promedio en el 1,4% y en el 1,5%, respectivamente, desde 2012, lo que significa que los precios no han reaccionado significativamente a la recuperación cada vez más sólida del mercado de trabajo y del crecimiento económico en general. A continuación se examina de nuevo la relación empírica que existe entre la inflación y el grado de holgura del mercado de trabajo —lo que se denomina normalmente como curva de Phillips— y se analiza el papel de otros importantes factores determinantes de las perspectivas de la inflación en Estados Unidos.

La inflación interanual en Estados Unidos, medida por el deflactor del gasto en consumo personal, se situó en el 1,9%, en promedio, en los últimos diez años, básicamente en línea con el objetivo a más largo plazo establecido por el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC por sus siglas en inglés). No obstante, las tasas han mostrado notables fluctuaciones en torno a este valor medio, impulsadas en parte por la evolución de los precios de los alimentos y la energía, que hicieron que la inflación aumentase por encima del 4% en tasa interanual a mediados de 2008, y que posteriormente registrase cifras negativas a comienzos de 2009 con el desplome de los precios del petróleo en respuesta a la crisis económica global (véase gráfico A). La inflación medida por el gasto en consumo personal, excluidos los alimentos y la energía, se ha mantenido, en general, más estable en la última década y solo se ha reducido moderadamente durante la recesión más reciente.

La curva de Phillips tradicional sugiere una relación inversa entre la inflación y el grado de holgura, o de capacidad no utilizada, de la economía. Para captar el papel de las expectativas, suelen incluirse también medidas de las expectativas de inflación procedentes de encuestas o valores retardados (que recogen las llamadas expectativas adaptativas o persistencia de la inflación). En las curvas de Phillips ampliadas, la relación se enriquece con variables adicionales, como los tipos de cambio y los precios de las materias primas o de las importaciones para tener en cuenta aspectos de economía abierta y el lado de la oferta de la economía¹.

Gráfico A Evolución de la inflación en Estados Unidos

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Bureau of Labor Statistics y Bureau of Economic Analysis.
Nota: La línea horizontal discontinua representa el objetivo de inflación a más largo plazo del FOMC.

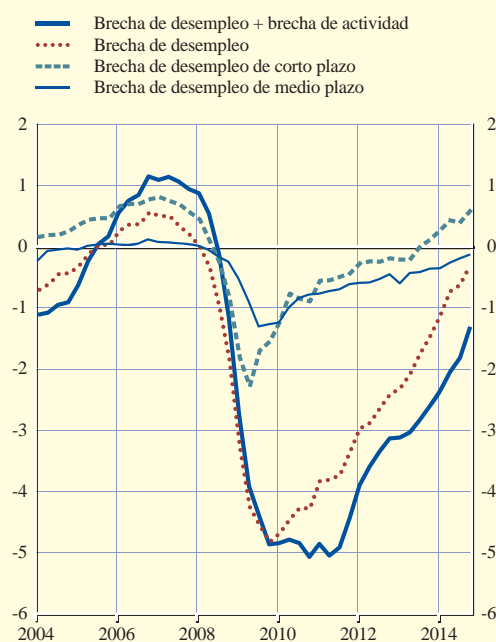
¹ En ocasiones, en la curva de Phillips también se incluyen variables de productividad. Véase el modelo triangular de R. Gordon, «The Phillips Curve is Alive and Well: Inflation and the NAIRU during the Slow Recovery», *NBER Working Paper Series*, n.º. 19390, 2013.

Dado que la evaluación del grado de holgura subyacente de una economía es un ejercicio sujeto a notable incertidumbre, habitualmente suelen emplearse varios indicadores². El gráfico B muestra cuatro de ellos: i) la brecha de desempleo, definida como la diferencia entre la tasa de paro compatible con una inflación estable (NAIRU) y la tasa de desempleo; ii) la brecha de desempleo de corto plazo, definida como la diferencia entre la media de largo plazo de la tasa de desempleo con una duración máxima de 26 semanas y los datos realmente observados de esta serie; iii) la brecha de desempleo de medio plazo, es decir, la diferencia entre la media de largo plazo de la tasa de desempleo con una duración de 27 a 51 semanas y los datos realmente observados en esta serie, y iv) la brecha combinada de las tasas de desempleo y actividad, definiéndose esta última como la diferencia entre la tasa de actividad estructural y la efectivamente observada³.

Mientras que la brecha de desempleo a corto plazo sugiere que la holgura existente en el mercado de trabajo ya se había eliminado en el tercer trimestre de 2013, las brechas de desempleo estándar y de medio plazo parecen indicar que la holgura prácticamente desaparecería a finales de 2014. Por el contrario, la brecha combinada de las tasas de actividad y desempleo indica la existencia de un grado de holgura considerable en el mercado de trabajo de Estados Unidos a finales de 2014.

Gráfico B Medidas de la holgura en el mercado de trabajo

(porcentajes)



Fuentes: Bureau of Labor Statistics, Oficina de Presupuestos del Congreso y cálculos del BCE.

Nota: La NAIRU y las tasas de actividad potenciales se basan en estimaciones anuales de la Oficina de Presupuestos del Congreso interpoladas por los expertos del BCE.

Las curvas de Phillips se utilizan normalmente para analizar y explicar la evolución de la inflación en Estados Unidos. Aunque a algunos analistas les sorprendió que la inflación no se redujese más durante la reciente desaceleración, habida cuenta de la gravedad y la duración de la última recesión (lo que se conoce comúnmente como la «paradoja de la ausencia de deflación»)⁴, los modelos estimados de la curva de Phillips con los cuatro indicadores mencionados de holgura en el mercado de trabajo, inflación retardada y precios de importación permiten captar bastante bien la dinámica de la inflación desde 2008. El gráfico C describe las previsiones de los modelos para la inflación medida por el gasto en consumo personal, condicionadas a los datos efectivamente observados sobre holgura en el mercado de trabajo y precios de importación. Durante la desaceleración de la economía estadounidense,

2 En la coyuntura actual, existe un elevado grado de incertidumbre respecto a las dimensiones de la holgura en el mercado de trabajo de Estados Unidos, que refleja en parte un descenso sustancial de la tasa de actividad, lo que ha dado lugar a un intenso debate sobre el papel de los factores cíclicos frente a los estructurales. Véase también el recuadro 1 titulado «Is the unemployment rate a sound gauge of labour market developments in the United States?», Boletín Mensual, BCE, abril 2014.

3 La evolución real de las tasas de actividad tiene su origen en factores (estructurales) de largo plazo, principalmente, los cambios en la demografía, así como en variaciones cíclicas, como las relacionadas con los trabajadores desanimados que dejan de formar parte temporalmente de la población activa cuando las perspectivas económicas son poco favorables. Para más información, véase «Slack in the labor market in 2014», Oficina de Presupuestos del Congreso, 2 de septiembre de 2014.

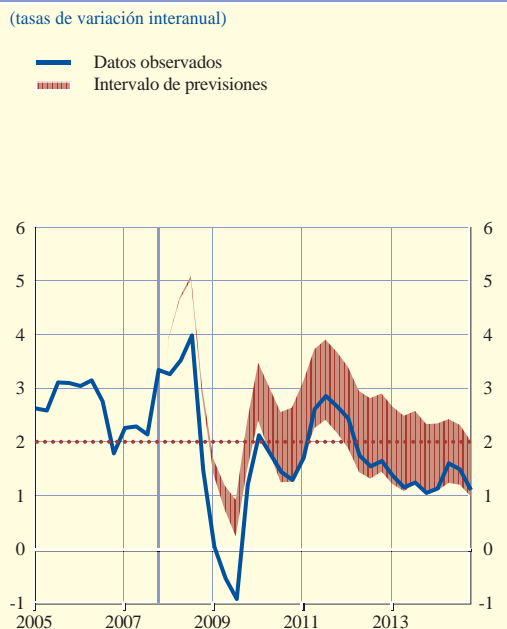
4 Véase, por ejemplo, L. Ball y S. Mazumder, «Inflation Dynamics and the Great Recession», *Brookings Papers on Economic Activity*, primavera de 2011.

las previsiones se situaron por encima de las tasas de inflación observadas, debido principalmente al aumento de los precios del petróleo y de las importaciones hasta el verano de 2008, que empujó al alza la previsión. En cambio, desde finales de 2009, la inflación evolucionó, en general, en consonancia con el intervalo de previsiones del modelo, aunque se mantuvo próxima a su límite inferior⁵. El hecho de que la inflación no descendiera más durante la fase de desaceleración podría deberse a la persistencia de la inflación y a la subida de los precios de importación que, tanto una como otra, contrarrestaron el acusado aumento de la holgura en el mercado de trabajo. El aumento de la credibilidad de los bancos centrales, que se ha traducido en un anclaje más firme de las expectativas de inflación a lo largo del tiempo, y la presencia de rigideces salariales nominales a la baja también se han mencionado en la literatura para explicar por qué la respuesta de la inflación a la holgura existente en la economía puede haber sido menos intensa que en el pasado.

De cara al futuro, es probable que las presiones inflacionistas en Estados Unidos solo se intensifiquen de manera gradual, ya que se prevé que la presión al alza de la recuperación en curso

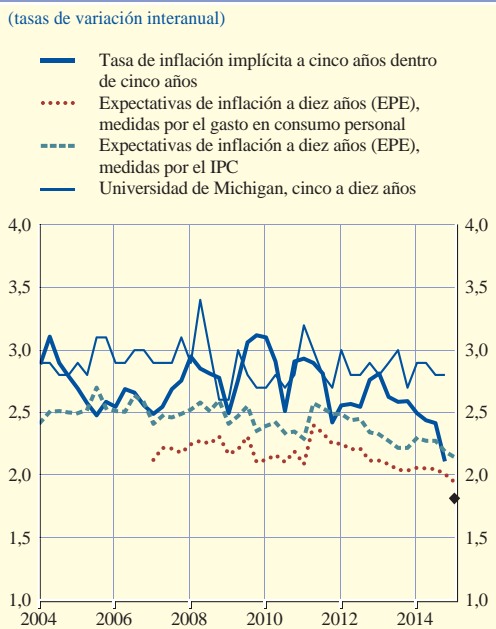
5 Ello podría deberse al hecho de que, durante la actual recuperación económica, la holgura del mercado de trabajo podría haber sido mayor de lo que indican las diferentes medidas de holgura utilizadas. Por ejemplo, Janet Yellen, presidenta de la Reserva Federal, señalaba que «la caída de la tasa de paro [...] exagera en cierta medida la mejora de las condiciones generales del mercado de trabajo». Véase J. Yellen, «Labor Market Dynamics and Monetary Policy» discurso pronunciado en el Simposio Económico del Banco de la Reserva Federal de Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 22 de agosto de 2014.

Gráfico C Previsiones fuera de la muestra de la inflación medida por el gasto en consumo personal



Fuentes: Bureau of Economic Analysis y cálculos de los expertos del BCE.
 Nota: Las previsiones dinámicas fuera de la muestra corresponden al período comprendido entre el primer trimestre de 2008 y el cuarto trimestre de 2014, habiéndose calculado el intervalo a partir de cuatro modelos diferentes de curva de Phillips ampliados con los precios de importación y uno de los siguientes indicadores para medir la holgura: la brecha de desempleo, la brecha de desempleo de corto plazo, la brecha de desempleo de medio plazo o la brecha combinada de las tasas de desempleo y de actividad.

Gráfico D Medidas de las expectativas de inflación a largo plazo



Fuentes: Reserva Federal, Universidad de Michigan, Encuesta a expertos en previsión económica (EPE) y Bloomberg.
 Notas: La tasa de inflación implícita se refiere a la inflación medida por el IPC; las expectativas de inflación de la EPE corresponden a la inflación a diez años, medida por el gasto en consumo personal o por el IPC, mientras que las expectativas de inflación de la Universidad de Michigan no guardan relación con ningún índice concreto. Los datos sobre las expectativas de inflación basados en el mercado correspondientes al primer trimestre de 2015 se basan en una media de los datos diarios hasta el 25 de febrero de 2015.

de la actividad económica probablemente se vea contrarrestada a corto plazo, en cierta medida, por la evolución de los precios del petróleo y del tipo de cambio. En un contexto de fortalecimiento del crecimiento económico en Estados Unidos (véase sección 1), la recuperación del mercado de trabajo ha cobrado un impulso sostenido recientemente. Se prevé que ello se transmita gradualmente a los precios y los salarios en forma de presiones más intensas a lo largo del tiempo. No obstante, se espera que otros factores determinantes de la inflación actúen como fuerzas compensatorias. En primer lugar, se prevé que la acusada caída de los precios del petróleo desde el verano pasado se traduzca en un descenso significativo de la inflación general en el corto plazo, y que las tasas de inflación interanual se tornen negativas en el primer semestre de 2015. A este efecto habrá que sumar la reciente apreciación del dólar estadounidense, que está presionando a la baja sobre los precios de importación. Sin embargo, se espera que estos dos efectos desaparezcan a medio plazo. A largo plazo, las expectativas de inflación deberían actuar como ancla de la inflación. Si bien los indicadores de inflación a cinco años dentro de cinco años, basados en el mercado, han registrado un descenso significativo desde mediados de 2014 (véase gráfico D), ello podría deberse, en parte, a una caída de las primas de riesgo de inflación. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación a largo plazo basadas en los indicadores de opinión se han mantenido más estables y coherentes con un gradual retorno de la inflación al objetivo a más largo plazo establecido por la Reserva Federal.

Recuadro 2

SITUACIÓN DE LIQUIDEZ Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÍODO COMPRENDIDO ENTRE EL 12 DE NOVIEMBRE DE 2014 Y EL 27 DE ENERO DE 2015

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 diciembre de 2014 y el 27 de enero de 2015, es decir, el undécimo y duodécimo períodos de mantenimiento de reservas de 2014. Durante el período analizado, los tipos de interés aplicados a las operaciones principales de financiación (OPF), a la facilidad marginal de crédito y a la facilidad de depósito se mantuvieron sin variación en el 0,05 %, el 0,30 % y el -0,20 %, respectivamente¹. El 11 de diciembre de 2014 se realizó la segunda operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés), en la que se adjudicaron 129,8 mm de euros, frente a los 82,6 mm de euros adjudicados en la primera operación^{2,3}. Además del nuevo programa de adquisiciones de bonos garantizados (CBPP3, por sus siglas en inglés), a finales de noviembre de 2014 se llevaron a cabo las primeras adquisiciones en el marco del nuevo programa de compras de bonos de titulización de activos (ABSPP, por sus siglas en inglés).

Necesidades de liquidez

En el período de referencia, 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 605,7 mm de euros, lo que representa un incremento de 26 mm de euros con respecto al período de referencia anterior (del 13 de agosto al 11 de noviembre de 2014). Este incremento se debió a que los factores autónomos aumentaron hasta situarse en una media de 499,4 mm de euros.

El incremento de los factores autónomos fue consecuencia del efecto combinado de diversos componentes. En cuanto a los factores de absorción de liquidez, los billetes en circulación aumentaron en 24 mm de euros, en promedio. Su evolución siguió la habitual tendencia de final de año, con un aumento de 41 mm de euros entre el 12 de noviembre de 2014 y el 2 de enero de 2015, y un posterior descenso hasta el final del duodécimo período de mantenimiento. Además, los depósitos de las Administraciones Públicas continuaron disminuyendo durante el último período de mantenimiento analizado, hasta situarse en un promedio de 66 mm de euros, frente a los 72 mm de euros del período de mantenimiento anterior, que finalizó en diciembre de 2014. De hecho, los Tesoros nacionales trataron de manera creciente de invertir su exceso de liquidez en el mercado, lo que explica en cierta medida la disminución del volumen de depósitos de las Administraciones Públicas mantenidos en el Eurosistema.

1 Las OPF continuaron realizándose mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. El mismo procedimiento continuó utilizándose en las operaciones de financiación a plazo más largo (OPFML) a tres meses. El tipo de interés de cada una de estas OPFML se fijó en la media de los tipos de las OPF ejecutadas durante la vigencia de las respectivas OPFML.
 2 Con respecto a la primera TLTRO, véase el recuadro titulado «Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 13 de agosto de 2014 y el 11 de noviembre de 2014», Boletín Mensual, BCE, diciembre de 2014, que puede consultarse en: <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/14/Fich/bm1412.pdf>
 3 En las dos primeras TLTRO realizadas en septiembre y en diciembre de 2014, las entidades de contrapartida tenían derecho a una asignación inicial equivalente al 7 % del importe total de sus préstamos al sector privado no financiero en la zona del euro a 30 de abril de 2014, excluidos los préstamos a las familias para la adquisición de vivienda. Todas las TLTRO se llevan a cabo mediante el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena, y un tipo de interés fijo para todo el período de vigencia de cada operación. Para las dos primeras operaciones, el tipo de interés fue el mismo que para las OPF vigentes en el momento de su realización, más un diferencial de 10 puntos básicos.

Por lo que respecta a los factores de inyección de liquidez, los activos netos denominados en euros descendieron 7 mm de euros, en promedio, hasta situarse en 526 mm de euros. Esto reflejó, entre otras cosas, un aumento de los depósitos denominados en euros mantenidos en el Eurosistema por instituciones oficiales extranjeras, y revirtió la tendencia observada en el período de referencia anterior, en el que algunas de estas instituciones trataron de reducir sus saldos de efectivo en el Eurosistema para evitar la aplicación de un tipo de interés negativo.

La volatilidad de los factores autónomos aumentó de forma significativa durante el período analizado, revirtiendo el descenso registrado en el período anterior. Este aumento se debió principalmente a la mayor volatilidad de los activos netos denominados en euros, así como a la demanda de billetes, que reflejó la tendencia de final de año. Aunque la volatilidad de los depósitos de las Administraciones Públicas siguió siendo elevada, fue acorde con la observada desde el recorte de los tipos de interés de septiembre de 2014.

El error medio absoluto de las previsiones semanales sobre los factores autónomos aumentó sensiblemente durante el período analizado, de 4,8 mm de euros a 8,7 mm de euros, principalmente como resultado de errores de predicción relacionados con los depósitos de las Administraciones Públicas. En un entorno en el que los tipos de interés del mercado monetario a corto plazo son cada vez más negativos y el exceso de liquidez es volátil, sigue resultando difícil anticipar la actividad inversora de los Tesoros nacionales.

Inyección de liquidez

El volumen medio de liquidez proporcionado a través de las operaciones de mercado abierto se incrementó en 61 mm de euros durante el período analizado, hasta situarse en 759 mm de euros, debido tanto al incremento (de 44 mm de euros) de los fondos obtenidos en las operaciones de subasta así como al aumento (de 17,4 mm de euros) de las carteras en firme.

La liquidez proporcionada mediante operaciones de subasta ascendió a un promedio de 546,5 mm de euros, frente a los 502,7 mm de euros del período anterior. En general, el descenso derivado del reembolso anticipado de las OFMPL a tres años, por un total de 111,7 mm de euros, se vio compensado con creces por los 129,8 mm de euros adjudicados en la segunda TLTRO, así como por los incrementos de 11 mm de euros y 17,6 mm de euros en el volumen medio de liquidez proporcionado a través de las OPF y las OFPML a tres meses, respectivamente. Se aceleró el ritmo de los reembolsos anticipados, ya que se aproximaba el vencimiento de las dos OFPML a tres años. En concreto, algunas entidades de contrapartida reembolsaron 39,8 mm de euros el 17 de diciembre de 2014, a fin de participar en la segunda TLTRO, que se adjudicó ese mismo día.

Además, la liquidez proporcionada a través de carteras en firme aumentó un promedio de 17,4 mm de euros como consecuencia de la ejecución del CBPP3 y el ABSPP. Estas adquisiciones (37,2 mm de euros y 2,3 mm de euros, respectivamente, al final del período considerado) compensaron con creces el descenso resultante del vencimiento de algunos bonos de la cartera del programa para los mercados de valores, y de los dos programas de adquisición de bonos garantizados anteriores.

Más allá del período analizado, el vencimiento de la primera OFPML a tres años el 29 de enero de 2015, no provocó ninguna reducción significativa del exceso de liquidez, que se mantuvo por encima de los 150 mm de euros. De hecho, el importe reembolsado fue parcialmente compensado

Situación de liquidez del Eurosistema							
	12 noviembre 2014 a 27 enero 2015		13 agosto a 11 noviembre	Duodécimo período de mantenimiento		Undécimo período de mantenimiento	
Pasivo - Necesidades de liquidez (medias; mm de euros)							
Factores autónomos de liquidez	1.597,1	(+35,7)	1.561,4	1.603,6	(+17,9)	1.585,7	(+8,5)
Billetes en circulación	996,2	(+23,9)	972,3	1.005,5	(+25,7)	979,8	(+6,2)
Depósitos de las AAPP	68,3	(-5,5)	73,8	66,3	(-5,3)	71,6	(-4,5)
Otros factores autónomos	532,6	(+17,3)	515,3	531,7	(-2,5)	534,3	(+6,7)
Instrumentos de política monetaria							
Cuentas corrientes	217,8	(+21,4)	196,3	236,3	(+50,8)	185,4	(-2,8)
Exigencias de reservas mínimas	106,3	(+0,9)	105,4	106,2	(-0,2)	106,5	(+0,7)
Facilidad de depósito	41,9	(+14,7)	27,1	50,2	(+23,0)	27,3	(-3,7)
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
Activo - Oferta de liquidez (medias; mm de euros)							
Factores autónomos de liquidez	1.098,0	(+10,5)	1.087,5	1.098,6	(+1,7)	1.096,9	(+1,4)
Activos exteriores netos	572,0	(+17,4)	554,6	576,4	(+12,2)	564,3	(+2,3)
Activos netos denominados en euros	526,0	(-7,0)	532,9	522,2	(-10,4)	532,6	(-0,8)
Instrumentos de política monetaria							
Operaciones de mercado abierto	758,6	(+61,2)	697,4	791,3	(+89,8)	701,5	(+0,4)
Operaciones de subasta	546,5	(+43,8)	502,7	573,4	(+73,9)	499,5	(-8,2)
OPF	113,3	(+11,0)	102,3	119,0	(+15,7)	103,3	(+8,1)
Operaciones de financiación con plazo especial	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
OFPM a tres meses	43,4	(+17,6)	25,8	49,0	(+15,5)	33,5	(+7,3)
OFPM a tres años	236,4	(-93,7)	330,1	211,5	(-68,5)	280,0	(-23,6)
OFPM con objetivo específico (TLTRO)	153,4	(+108,9)	44,5	193,9	(+111,3)	82,6	(+0,0)
Carteras en firme	212,1	(+17,4)	194,7	217,9	(+15,9)	202,0	(+8,6)
Primer programa de adquisiciones de bonos garantizados	29,0	(-2,9)	31,9	28,8	(-0,7)	29,5	(-1,4)
Segundo programa de adquisiciones de bonos garantizados	12,8	(-0,8)	13,6	12,8	(-0,1)	12,9	(-0,4)
Tercer programa de adquisiciones de bonos garantizados	25,0	(+23,9)	1,1	30,5	(+15,2)	15,3	(+12,5)
Programa para los mercados de valores	144,1	(-4,0)	148,1	144,1	(+0,1)	144,0	(-2,3)
Programa de adquisición de ABS	1,2	(+1,2)	0,0	1,7	(+1,5)	0,2	(+0,2)
Facilidad marginal de crédito	0,4	(+0,2)	0,2	0,5	(+0,3)	0,2	(-0,0)
Otra información relativa a la liquidez (medias; mm de euros)							
Necesidades de liquidez agregadas	605,7	(+26,1)	579,6	611,6	(+16,1)	595,4	(+7,7)
Factores autónomos	499,4	(+25,3)	474,1	505,3	(+16,3)	489,0	(+7,0)
Exceso de liquidez	153,0	(+35,1)	117,8	179,8	(+73,7)	106,0	(-7,2)
Reembolso de OFPM a tres años ¹⁾	111,7	(+36,5)	75,2	88,9	(+66,1)	22,8	(-0,7)
Evolución de los tipos de interés (porcentajes)							
OPF	0,05	(-0,03)	0,08	0,05	(+0,00)	0,05	(+0,00)
Facilidad marginal de crédito	0,30	(-0,03)	0,33	0,30	(+0,00)	0,30	(+0,00)
Facilidad de depósito	-0,20	(-0,03)	-0,17	-0,20	(+0,00)	-0,20	(+0,00)
Eonia medio	-0,031	(-0,033)	0,002	-0,047	(-0,044)	-0,003	(+0,000)

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 OFPM a tres años se utiliza la suma en mm de euros en lugar de la media.

por un aumento de la liquidez obtenida tanto mediante las OFPM a tres meses como las OPF, y coincidió con una disminución transitoria de los factores autónomos.

Exceso de liquidez

El exceso de liquidez se incrementó en 35,1 mm de euros y se situó, en promedio, en 153 mm de euros en el período analizado, registrándose diferencias significativas entre los dos períodos de mantenimiento. En el undécimo período de mantenimiento, el nivel del exceso de liquidez se redujo

ligeramente hasta situarse, en promedio, en 105,1 mm de euros, el nivel medio más bajo registrado desde la liquidación de la primera OFPML a tres años a finales de 2011. Por el contrario, en el duodécimo período de mantenimiento, el exceso de liquidez aumentó considerablemente, situándose en 176 mm de euros, en promedio, debido fundamentalmente a la adjudicación de la segunda OFPML y a los efectos de fin de año.

El exceso de liquidez fluctuó de forma significativa, especialmente durante el duodécimo período de mantenimiento, que, además, fue el primero con una duración ampliada de 49 días⁴. Partiendo de un nivel bajo, 70,9 mm de euros, el 24 de noviembre de 2014, el exceso de liquidez aumentó hasta 261,2 mm de euros el 31 de diciembre de 2014, y volvió a caer hasta situarse en 126,5 mm de euros el 27 de enero de 2015, como consecuencia del incremento de los factores autónomos y de una disminución relativa de las operaciones de mercado abierto.

En vista de los niveles más elevados de exceso de liquidez, los saldos diarios en cuenta corriente aumentaron notablemente frente al período anterior, un promedio de 21 mm de euros, hasta situarse en 218 mm de euros. Asimismo, siguió creciendo el uso de la facilidad de depósito, desde 27,1 mm de euros, en promedio, hasta 41,9 mm de euros. En el período analizado, el recurso relativo a la facilidad de depósito aumentó, hasta alcanzar un 27% del exceso de reservas⁵, frente a un promedio del 23% durante el período de referencia anterior. El uso creciente de la facilidad de depósito podría ser señal del mayor interés de varias entidades de contrapartida en mantener un exceso de liquidez en la facilidad de depósito con fines operativos y regulatorios.

Evolución de los tipos de interés

El eonia se situó, en promedio, en -0,3 puntos básicos y -4,7 puntos básicos en el undécimo y duodécimo períodos de mantenimiento, respectivamente. El descenso del eonia fue consecuencia de una transmisión algo más intensa del recorte del tipo de interés de septiembre de 2014 a los tipos de interés a corto plazo, lo que puede estar relacionado, en parte, con una situación de liquidez más holgada en general y con una mejor aceptación de la posibilidad de transmitir a la base de depósitos el tipo de interés negativo aplicado a la facilidad de depósito. Sin embargo, los tipos de interés a un día se mantuvieron muy por encima del tipo de interés de la facilidad de depósito, -20 puntos básicos.

4 Se ha introducido un nuevo calendario de los períodos de mantenimiento de reservas, adaptado a la nueva periodicidad de las reuniones del Consejo de Gobierno, que se celebran cada seis semanas.

5 Saldos medios en cuenta corriente por encima de las exigencias de reservas mínimas.

Recuadro 3

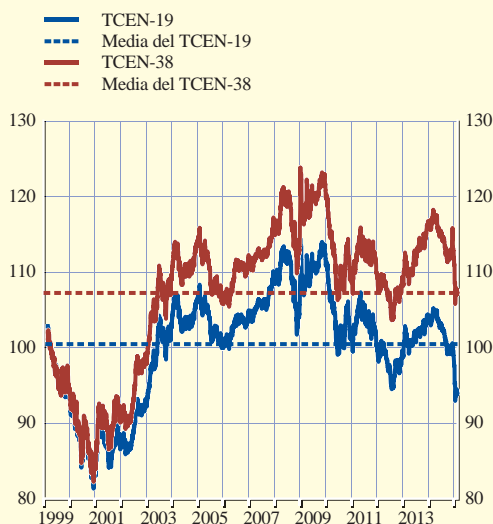
EVOLUCIÓN RECIENTE DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO DEL EURO

El tipo de cambio efectivo nominal (TCEN) constituye una útil medida agregada de las fluctuaciones del tipo de cambio que afectan a las economías a través de sus vínculos comerciales, dado que combina los diversos tipos de cambio bilaterales frente a cada uno de los socios comerciales en un solo indicador. Para la zona del euro, los dos TCEN más relevantes se calculan con respecto a un grupo restringido o amplio de socios comerciales, integrados por 19 y 38 países (TCEN-19 y TCEN-38), respectivamente¹.

El TCEN del euro ha experimentado grandes oscilaciones desde el comienzo de la crisis financiera global. Desde una perspectiva de más largo plazo, esos movimientos tan acusados no son inusuales y se habían observado igualmente antes de la crisis (véase gráfico A). El euro experimentó una caída temporal, registrando un mínimo en el verano de 2012 en el contexto de la crisis de la deuda soberana de la zona del euro. A medida que se recuperó la confianza, tras el anuncio del BCE de las Operaciones Monetarias de Compra-venta, el tipo de cambio repuntó y se apreció de forma sostenida hasta mayo de 2014. Con los cambios en las expectativas de los mercados respecto a la orientación futura de la política monetaria del BCE en relación con las de otros grandes bancos centrales se inició un período de debilitamiento del euro, durante el cual, los diferentes TCEN, así como muchos tipos de cambio bilaterales del euro cayeron hasta niveles próximos (TCEN-38) o inferiores (TCEN-19) a las respectivas medias de largo plazo.

Gráfico A Tipo de cambio efectivo nominal del euro (TCEN-19 y TCEN-38)

(índice: I 1999 = 100)



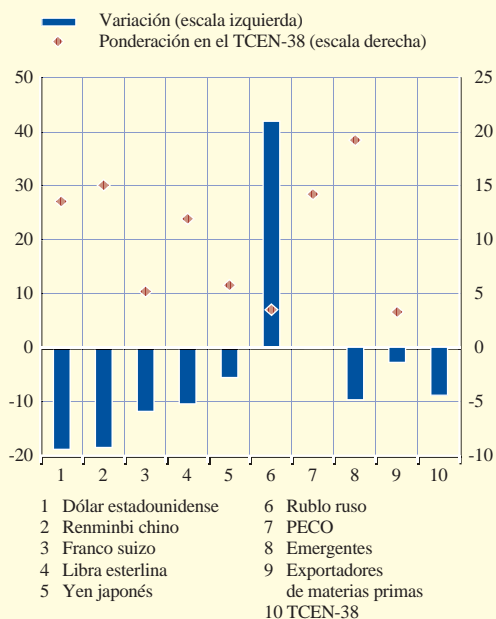
Fuente: BCE.
Notas: La observación más reciente corresponde al 20 de febrero de 2015. La «media» se refiere a la media calculada desde el 1 de enero de 1999.

Entre el máximo alcanzado después de la crisis a comienzos de mayo de 2014 y el mínimo registrado el 23 de enero de 2015, el TCEN amplio se depreció en torno a un 10 %, aunque se ha estabilizado en las últimas semanas con el retorno de las entradas de capital tras el anuncio, por parte del BCE, de la ampliación del programa de compras de activos que siguió a la reunión del Consejo de Gobierno del 22 de enero de 2015 (véase la sección sobre «Evolución financiera»). No obstante, la caída general registrada desde mayo del año pasado oculta una divergencia en la evolución de los distintos tipos de cambio bilaterales. Desglosando esta evolución por contribuciones individuales (véanse gráficos B y C) se observa que, si bien la mayoría de las principales monedas contribuyeron a este movimiento a la baja, la intensidad, la persistencia y el momento de las variaciones bilaterales presentan considerables divergencias.

¹ Las ponderaciones, que combinan información sobre las importaciones y las exportaciones, reflejan la importancia de los distintos países en el comercio de manufacturas de la zona del euro (véase también M. Scmitz et al., «Revisiting the effective exchange rates of the euro», documento de Occasional Paper Series, n.º. 134, BCE, Fráncfort del Meno, junio de 2012).

Gráfico B Evolución de algunos tipos de cambio del euro y ponderaciones en el TCEN-38

(variaciones porcentuales; porcentajes)

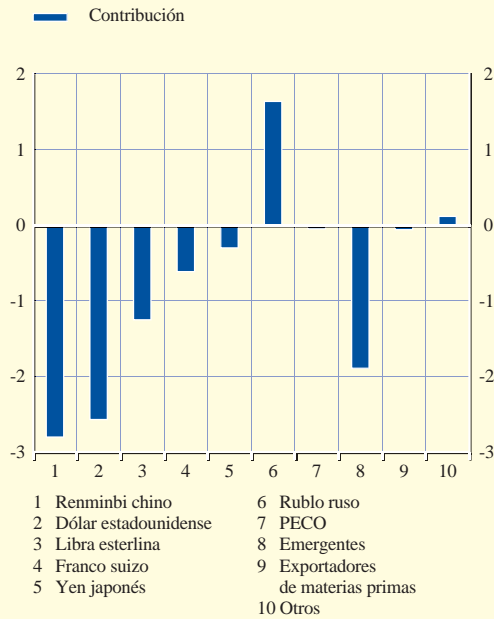


Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: «PECO» incluye la leva búlgara, la corona checa, la kuna croata, el forinto húngaro, el esloti polaco y el leu rumano. «Exportadores de materias primas» comprende el dólar australiano, el dólar canadiense, la corona noruega y el dólar neozelandés. «Emergentes» incluye el dólar de Hong Kong, el dólar de Singapur, el won coreano, la rupia indonesia, la rupia india, el ringgit malayo, el peso filipino, el dólar de Taiwán, el baht tailandés, el peso argentino, el real brasileño, el peso mexicano, el rand sudafricano y la lira turca. El gráfico abarca el período comprendido entre el 6 de mayo de 2014 y el 20 de febrero de 2015.

Gráfico C Contribución por monedas a la variación del TCEN-38

(puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: «PECO» incluye la leva búlgara, la corona checa, la kuna croata, el forinto húngaro, el esloti polaco y el leu rumano. «Exportadores de materias primas» comprende el dólar australiano, el dólar canadiense, la corona noruega y el dólar neozelandés. «Emergentes» incluye el dólar de Hong Kong, el dólar de Singapur, el won coreano, la rupia indonesia, la rupia india, el ringgit malayo, el peso filipino, el dólar de Taiwán, el baht tailandés, el peso argentino, el real brasileño, el peso mexicano, el rand sudafricano y la lira turca. «Otros» incluye la corona danesa, la corona sueca, el dinar argelino, el peso chileno, la corona islandesa, el shekel israelí, el dirham marroquí y el bolívar venezolano. El gráfico abarca el período comprendido entre el 6 de mayo de 2014 y el 20 de febrero de 2015.

Examinando la evolución de los tipos de cambio bilaterales desde mayo de 2014 hasta finales de febrero de 2015, se observa que la mitad de la caída registrada por el TCEN-38 fue atribuible al dólar estadounidense y al renminbi chino. El dólar se vio respaldado por las expectativas de una mayor divergencia entre la política monetaria de la zona del euro y la de Estados Unidos, por la incertidumbre de los mercados en un entorno de descenso de los precios de las materias primas y por la intensificación de las tensiones geopolíticas (véase gráfico C). El dólar se apreció alrededor de un 20 % frente al euro, al igual que el renminbi chino, que representó otro 25 % de la depreciación total de la moneda única. A diferencia del debilitamiento sostenido frente a estas dos monedas, la depreciación del euro frente al franco suizo se produjo de forma brusca, tras el anuncio por parte del Banco Nacional de Suiza, el 15 de enero de 2015, de que eliminaría el límite fijado anteriormente para el tipo de cambio, de 1,20 francos suizos por euro. La depreciación del euro en un 20 % frente a la moneda suiza, cuya ponderación en el TCEN-38 es de alrededor del 5 %, supuso, aproximadamente, un 10 % de la caída de este índice. A finales del período considerado, el euro cotizaba también a un tipo de cambio inferior frente al yen japonés, a lo que contribuyó el descenso del apetito por el riesgo. El euro se depreció en torno al 10 % frente a la libra esterlina y las monedas de varias economías emergentes.

El debilitamiento del TCEN amplio se vio suavizado por la apreciación del euro en torno al 40% frente al rublo ruso, sometido a la presión de los mercados en el contexto de las tensiones en Ucrania. El euro también se apreció frente a la corona sueca durante el período considerado, como consecuencia, entre otros factores, de la reciente relajación de la política monetaria por parte del Sveriges Riksbank (véase la sección sobre «Evolución financiera»). La corona danesa, que participa en el MTC II, estuvo sujeta a presiones al alza frente al euro durante este período. No obstante, siguió cotizando en niveles muy próximos a su paridad central dentro del MTC II, ya que el Danmarks Nationalbank compró divisas en el mercado y redujo los tipos de interés en varias ocasiones. El euro también se mantuvo relativamente estable frente a las monedas de los países exportadores de materias primas, que experimentaron presiones a la baja como resultado del descenso de los precios del petróleo, así como frente a las monedas de los países de la UE de Europa Central y Oriental.

Recuadro 4

FACTORES DETERMINANTES DE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DEL AHORRO DE LOS HOGARES EN LA ZONA DEL EURO

La tasa de ahorro en relación con la renta es un indicador importante del comportamiento de los hogares que afecta a la dinámica del consumo privado real y, de forma más general, al ritmo de crecimiento económico. En principio, en las decisiones de consumo y ahorro de los hogares influyen varios factores. Por ejemplo, en períodos de fuerte incertidumbre, los hogares suelen incrementar la proporción de su renta disponible que dedican al ahorro por motivos de precaución. En cambio, los efectos que tienen sobre el consumo las perturbaciones adversas aunque transitorias de la renta disponible su atenúan normalmente mediante un descenso de la tasa de ahorro (mecanismo que se conoce como suavización intertemporal del consumo).

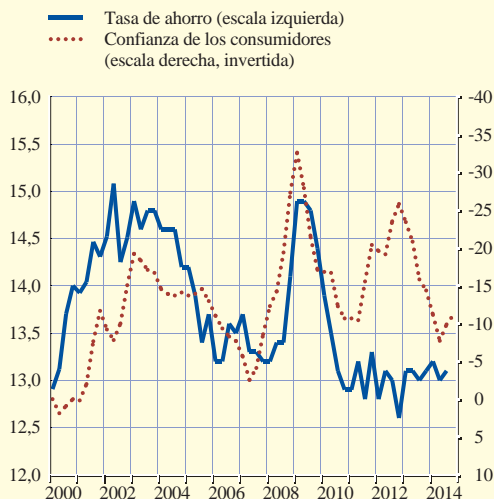
La tasa de ahorro de los hogares de la zona del euro se ha estabilizado en niveles relativamente bajos en los últimos años en comparación con la media histórica. Esta estabilización se debe a varios factores que, prácticamente, se han compensado entre sí.

Analizando el comportamiento ahorrador de los hogares de la zona del euro desde una perspectiva histórica pueden distinguirse varios períodos concretos, que se caracterizan, cada uno de ellos, por el diferente grado de influencia de los principales factores determinantes. Antes de la crisis económica y financiera, la tasa de ahorro fluctuó entre el 13 % y el 15 %, y se mantuvo prácticamente estable en los dos años anteriores a la crisis (véase gráfico A).

En la primera fase de la recesión y en los años siguientes, es decir, en el período comprendido entre 2008 y 2010, la tasa de ahorro de los hogares experimentó un aumento transitorio, debido

Gráfico A Tasa de ahorro y confianza de los consumidores de la zona del euro

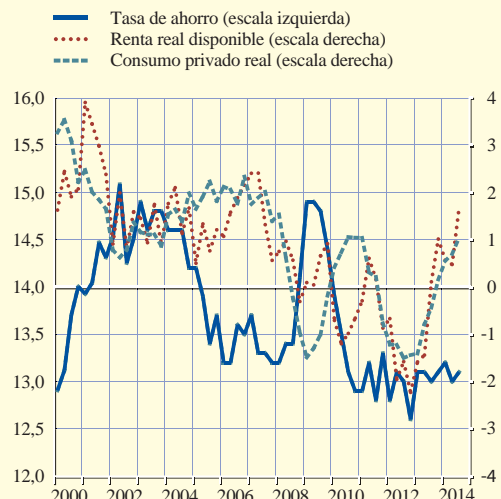
(porcentajes de la renta disponible, saldos netos)



Fuentes: Eurostat y Comisión de la UE, DG-ECFIN.

Gráfico B Tasa de ahorro, renta real disponible y consumo privado de los hogares de la zona del euro

(porcentajes de la renta disponible; tasa de crecimiento interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

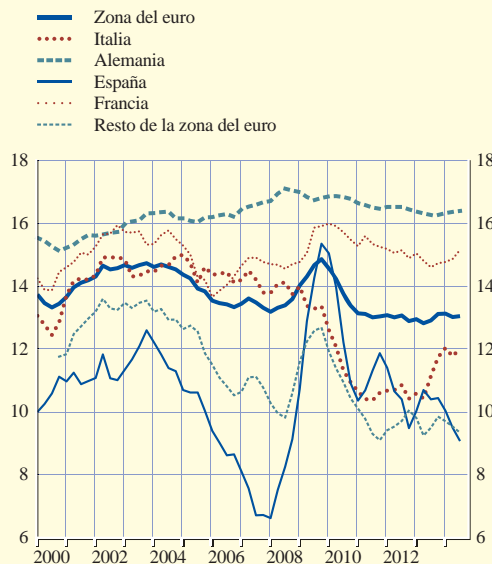
principalmente al deterioro de la confianza de los consumidores, y posteriormente volvió a reducirse. La incertidumbre más bien elevada imperante en ese momento hizo que la tasa de ahorro aumentase hasta el 14,9% en el primer trimestre de 2009, principalmente por motivos de precaución. Este aumento también podría haber tenido su origen en las políticas fiscales expansivas aplicadas entonces, que permitieron a los hogares utilizar el incremento de la renta real disponible para elevar su propensión al ahorro (mecanismo conocido como efecto ricardiano). Sin embargo, al mejorar la confianza de los consumidores en la segunda fase de la recuperación, en 2010, la tasa de ahorro volvió a reducirse.

Desde 2011, la tasa de ahorro se ha mantenido prácticamente estable en niveles relativamente reducidos, como consecuencia de los efectos compensatorios de los diversos factores que influyen en las decisiones de los hogares. Por un lado, la presión a la baja sobre la tasa de ahorro ha tenido su origen en la débil evolución de la renta real disponible (a través del comportamiento de suavización del consumo —véase gráfico B), en los tipos de interés relativamente bajos (que desincentivan el ahorro) y en las elevadas tasas de desempleo (que dieron lugar a un desahorro forzoso en algunos países). Por otro lado, la presión al alza se ha generado, principalmente, por el aumento de la incertidumbre (a través de una intensificación de los motivos de precaución) y por las elevadas presiones de desapalancamiento de los hogares en varios países. En conjunto, dados los efectos compensatorios de estos factores, la tasa de ahorro de los hogares se ha mantenido relativamente estable en torno al 13%, un nivel reducido desde una perspectiva histórica.

Considerando la evolución geográfica, los patrones de ahorro han sido muy heterogéneos en los últimos años. La estructura en forma de U invertida de la tasa de ahorro de la zona del euro en la primera fase de la recesión, es decir, en el período comprendido entre 2008 y 2010, tuvo su origen, en gran medida, en la evolución registrada en España y también, hasta cierto punto, en Francia y en las economías más pequeñas de la zona del euro (véase gráfico C)¹. El fuerte incremento del ahorro de los hogares en España refleja una aceleración del crecimiento de su renta real disponible en 2009 (véase gráfico D), atribuible, al menos en parte, a las políticas fiscales de apoyo aplicadas en ese período. Mientras que la renta real disponible de los hogares siguió creciendo en Francia en la primera fase de la recesión y, en promedio, también en las economías más pequeñas de la zona del euro en 2009, se redujo en Italia durante el período comprendido entre 2008 y 2013. El patrón de ahorro, en general estable, observado a nivel de la zona del euro desde 2011 refleja las tasas de ahorro, en general, estables registradas en Alemania, Francia y, en promedio, en las economías más pequeñas de la zona. En España,

Gráfico C Tasas de ahorro de los hogares en los países más grandes de la zona del euro

(ahorro bruto en porcentaje de la suma móvil de cuatro trimestres de la renta bruta disponible)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
 Nota: Las cifras correspondientes al resto de la zona del euro reflejan las diferencias (de nivel) entre el agregado de la zona y las sumas totales de los cuatro países más grandes, dado que no se dispone de datos trimestrales de las cuentas sectoriales para todos los países de la zona del euro.

1 A los efectos de este recuadro, se consideran economías más pequeñas de la zona del euro todas las economías de la zona, salvo Alemania, España, Francia e Italia.

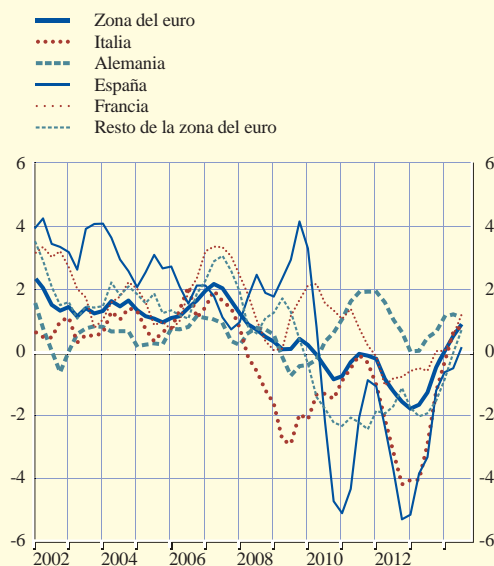
por el contrario, la tasa de ahorro siguió reduciéndose, mientras que en Italia, tras haberse estabilizado, ha aumentado desde mediados de 2013, como consecuencia de una recuperación de la renta real disponible de los hogares.

De cara al futuro, la caída relativamente acusada de los precios del petróleo, observada desde el verano de 2014 debería respaldar un repunte transitorio de la tasa de ahorro. Es algo que cabe esperar, ya que las regularidades históricas sugieren que un incremento de la renta real disponible asociado a unos precios de la energía permanentemente más bajos se destina inicialmente en gran medida al ahorro. No obstante, al cabo de algunos trimestres, la tasa de ahorro probablemente retornará a su nivel inicial. Al mismo tiempo, ello se reflejará en un incremento adicional del consumo, a medida que los hogares comiencen a gastar un porcentaje mayor del aumento de su renta real disponible.

La respuesta esperada, en forma de U invertida, de la tasa de ahorro podría guardar relación con la incertidumbre que rodea a los incrementos de la renta real disponible asociados a la energía. Aunque sean sostenidos, los incrementos de la renta real derivados de la caída de los precios de la energía están sujetos, en general, a más incertidumbre que los atribuibles a otras causas. Por ejemplo, un ahorro que tenga su origen en motivos de precaución podría explicar la respuesta en forma de U invertida de la tasa de ahorro, ya que los hogares tienden a ahorrar, en primer lugar, una parte de las ganancias inesperadas y a esperar hasta ver si el incremento de la renta real es sostenido. En general, independientemente del mecanismo subyacente, la evidencia disponible sugiere que unos precios del petróleo sosteniblemente más bajos deberían respaldar de forma transitoria la tasa de ahorro de los hogares, mientras que los aumentos de la renta se traducen progresivamente en un mayor consumo.

Gráfico D Crecimiento de la renta real disponible en los países más grandes de la zona del euro

(tasas medias de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las cifras correspondientes al resto de la zona del euro reflejan las diferencias (de nivel) entre el agregado de la zona y las sumas totales de los cuatro países más grandes, dado que no se dispone de datos trimestrales de las cuentas sectoriales para todos los países de la zona del euro.

Recuadro 5

EL PROCEDIMIENTO RELATIVO A LOS DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS 2015

El procedimiento relativo a los desequilibrios macroeconómicos introducido en noviembre de 2011 es un elemento clave del nuevo marco de gobernanza reforzado de la UE, que trata de evitar la aparición de desequilibrios macroeconómicos y de corregirlos cuando sean excesivos. El procedimiento relativo a los desequilibrios macroeconómicos puede aplicarse en todos los Estados miembros de la UE, con la excepción de aquellos sujetos a un programa de ajuste macroeconómico. Tras una primera revisión a partir de un conjunto de indicadores, la Comisión realiza un examen exhaustivo de un grupo seleccionado de países, con el fin de determinar la gravedad de los desequilibrios señalados por los indicadores. En caso de que llegue a la conclusión de que realmente existen desequilibrios, el Estado miembro en cuestión recibe recomendaciones del Consejo de la UE basadas en la recomendación de la Comisión (el componente preventivo). En cambio, si se considera que los desequilibrios son excesivos, debe iniciarse un procedimiento de desequilibrio excesivo a partir de una recomendación de la Comisión¹. Con arreglo al componente corrector, el país afectado debe enviar un plan de acción correctiva en el que se especifique un conjunto de medidas de política económica para hacer frente a los desequilibrios excesivos que debe ser aprobado por el Consejo. En caso de incumplimiento reiterado de la obligación de presentar un plan adecuado o de incumplimiento de este, el Consejo puede imponer sanciones económicas al país de la zona del euro en cuestión.

Resultado del examen exhaustivo de 2015

El resultado del examen exhaustivo de 2015 muestra que la Comisión Europea ha determinado que cinco países registran desequilibrios excesivos: Bulgaria, Francia, Croacia, Italia y Portugal. La Comisión decidió escalar el procedimiento en el caso de Alemania (de la categoría 2 a la 3) y Francia (de la categoría 4 a la 5) y de manera significativa en el de Bulgaria (de la categoría 2 a la 5), así como suavizar el procedimiento de Eslovenia (de la categoría 5 a la 4). Italia y Croacia llevan en la misma categoría desde 2014. Este año han pasado a estar sujetos al procedimiento Rumanía (categoría 2)

1 Considerando 22 del Reglamento nº 1176/2011 relativo a la prevención y corrección de los desequilibrios macroeconómicos.

Cuadro A Categorías del procedimiento relativo a los desequilibrios macroeconómicos

1		2		3		4		5		6	
2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015
DK	DK	BE	BE	HU	HU	IE	IE	HR	HR		
LU	LU	BG	NL		DE	ES	ES	IT	FR		
MT	MT	DE	SE			FR	SI	SI	IT		
AT	AT	NL	RO						PT		
LT	LT	SE	UK						BG		
LV	LV	UK	FI								
EE	EE	FI									
PO	PO										
CZ	CZ										
SK	SK										

Fuente: Comisión Europea

Leyenda: 1 = Inexistencia de desequilibrios; 2 = Desequilibrios que requieren medidas y seguimiento; 3 = Desequilibrios que requieren medidas decididas y seguimiento; 4 = Desequilibrios que requieren medidas decididas y seguimiento específico; 5 = Desequilibrios excesivos que requieren medidas decididas; 6 = Desequilibrios excesivos que requieren medidas decididas y la activación del procedimiento de desequilibrio excesivo.

Código de los colores: El color rojo se refiere a los países en los que se ha reforzado el procedimiento, el verde a los países en los que se ha suavizado y el azul a los países en los que se inició el procedimiento en 2015.

y Portugal (categoría 5), una vez finalizados sus programas de ajuste macroeconómico. Este es el primer año en el que la Comisión ha introducido formalmente la clasificación de los desequilibrios en seis categorías, aunque ya se emplearon implícitamente en el ejercicio de 2014 (véase cuadro A).

Aunque ha identificado desequilibrios excesivos en cinco países, actualmente, la Comisión no propone activar el procedimiento de desequilibrio excesivo. De este modo, la Comisión ha acordado no utilizar todas las medidas disponibles en el marco del procedimiento de desequilibrios macroeconómicos, es decir, su componente corrector. Sin embargo, en los casos de Croacia y Francia, la Comisión sí anunció que estaba considerando la apertura de un procedimiento de desequilibrio excesivo en mayo de 2015 si los respectivos Gobiernos no se comprometen a aplicar reformas estructurales de forma decidida para entonces.

Consideraciones sobre las conclusiones del examen exhaustivo de 2015

El resultado del examen exhaustivo de 2015 muestra que la gravedad de los desequilibrios está aumentando en algunos países. Este resultado es preocupante porque una de las principales razones para introducir el procedimiento de desequilibrios macroeconómicos fue que podía contribuir a evitar la aparición de desequilibrios perjudiciales y favorecer la corrección de los desequilibrios existentes. Sin embargo, el número de países con desequilibrios excesivos aumenta cada año (pasando de cero en 2012 a cinco en 2015), aunque la Comisión nunca ha recurrido al procedimiento de desequilibrio excesivo, lo que plantea dudas sobre la aplicación de este procedimiento y la eficacia de su componente preventivo.

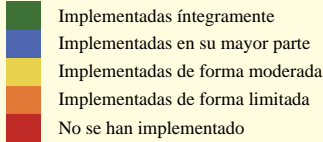
Aplicación insuficiente de las recomendaciones de reforma específicas para cada país

La Comisión concede gran importancia al cumplimiento de los compromisos de política económica al evaluar hasta qué punto son graves los desequilibrios. Aunque la asunción de compromisos creíbles es un paso necesario para emprender reformas, la evaluación de la magnitud de los desequilibrios debería basarse principalmente en las medidas efectivas aplicadas. Experiencias anteriores han demostrado que, muy frecuentemente, las medidas anunciadas no se han puesto en práctica, como confirmó el informe de la Comisión sobre la implementación de las recomendaciones específicas para cada país, lo que plantea dudas en cuanto a los progresos efectuados (véase cuadro B).

En cuanto a los países de la zona del euro, la Comisión considera que ninguno ha aplicado íntegramente las recomendaciones de 2014. Aunque algunos países han intensificado los esfuerzos de reforma, los progresos logrados por la mayoría de ellos han sido bastante limitados (véase cuadro B) y no han sido proporcionales a las vulnerabilidades que aún persisten. En concreto, entre los países que tenían previsto adoptar «medidas decididas» durante el procedimiento relativo a los desequilibrios macroeconómicos de 2014 (esto es, los países de las categorías 4 y 5 del cuadro A), España, Irlanda e Italia implementaron de forma «moderada» la mayor parte de las recomendaciones específicas, mientras que Francia había implementado de forma «limitada» la mayoría de las recomendaciones. Esta valoración parece entrar en contradicción con el llamamiento (reiterado) de la Comisión para que se adopten «medidas decididas» y señala una deficiencia del componente preventivo del procedimiento relativo a los desequilibrios macroeconómicos. Habida cuenta de la necesidad de reducir las vulnerabilidades y de impulsar un crecimiento sostenible en los países anteriormente indicados y en el resto de la zona del euro, la falta de progresos exige una intensificación considerable de los esfuerzos de reforma.

Cuadro B Evaluación de la aplicación de las recomendaciones específicas para cada país de 2014 realizada por la Comisión Europea

Recomendaciones de reforma	BE	BG	HR	CZ	DK	DE	EE	ES	FR	IE	IT	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PT	PL	RO	SI	SK	FI	SE	UK
1	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada
2	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada
3	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada
4	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada
5	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada
6	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada
7	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada
8	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada	Implementadas de forma limitada



Fuente: Comisión Europea.

Notas: Para evaluar los progresos realizados en la aplicación de las recomendaciones específicas para cada país de 2014 se utilizan las siguientes categorías: No se han implementado: el Estado miembro no ha anunciado ni adoptado ninguna medida para cumplir las recomendaciones. Esta categoría también es aplicable si un Estado miembro ha encargado a una comisión de estudio que evalúe las posibles medidas. Implementadas de forma limitada: el Estado miembro ha anunciado la adopción de algunas medidas para cumplir las recomendaciones, pero parecen ser insuficientes, o su adopción o aplicación corre peligro. Implementadas de forma moderada: el Estado miembro ha anunciado o adoptado medidas para cumplir las recomendaciones. Las medidas son alentadoras, pero aún no se han aplicado todas y su aplicación no es segura en todos los casos. Implementadas en su mayor parte: el Estado miembro ha adoptado medidas que se han aplicado en su mayoría. Estas medidas están decididamente orientadas a cumplir las recomendaciones. Implementadas íntegramente: el Estado miembro ha adoptado y aplicado adecuadamente medidas para cumplir las recomendaciones.

Es importante utilizar plenamente y con eficacia los instrumentos del procedimiento relativo a los desequilibrios macroeconómicos, incluido su componente corrector, con el fin de reducir los riesgos potenciales para el correcto funcionamiento de la UEM.

EFFECTOS DEL COMERCIO ELECTRÓNICO EN LA INFLACIÓN

Se ha argumentado que el crecimiento del comercio electrónico contribuye a que los precios sean más bajos y, con ello, también a una inflación más reducida. La evidencia empírica disponible hasta la fecha sugiere que el efecto moderador sobre la inflación derivado de la expansión del comercio electrónico es limitado. No obstante, esta conclusión está sujeta a considerable incertidumbre, debido a las limitaciones de datos.

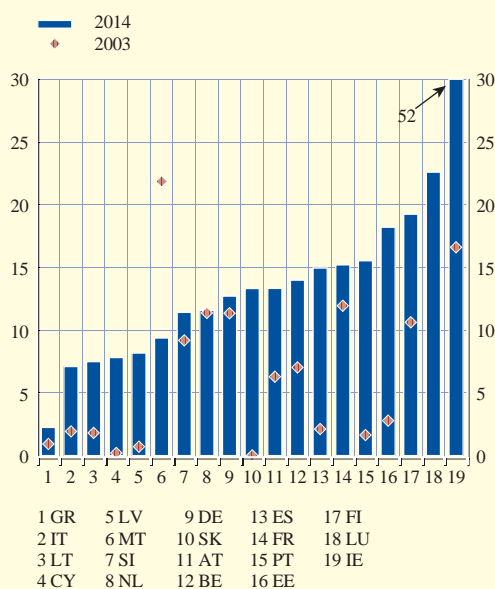
El impacto potencial del comercio electrónico en los precios y la inflación

En general, el término «comercio electrónico» se refiere a la compraventa de bienes o servicios a través de una red electrónica, como Internet. Las transacciones realizadas a través de Internet se han incrementado tanto en el comercio minorista como en el comercio entre empresas.

El crecimiento del comercio electrónico puede reducir los precios principalmente de dos maneras. En primer lugar, en comparación con los canales de distribución convencionales con establecimientos físicos, el comercio electrónico ofrece la posibilidad de ahorrar costes en los mercados mayoristas y minoristas que el comercio minorista, tanto tradicional como electrónico, pueden trasladar a sus clientes. En segundo lugar, el comercio electrónico puede contribuir a que los precios desciendan como consecuencia de la mayor competencia entre proveedores, ya que los clientes pueden buscar cómodamente en Internet mejores ofertas y de este modo obligar a los proveedores tradicionales y electrónicos a mantener bajos los precios. Este último efecto puede reducir los márgenes. Cabe observar que, en ambos casos, los precios pueden reducirse aunque la cuota de mercado del comercio electrónico todavía sea relativamente limitada.

El efecto potencial sobre la inflación derivado del crecimiento del comercio electrónico solo se mantendría hasta que su expansión se haya estabilizado en todos los mercados, para lo que puede ser necesario que transcurra un prolongado período. Las transacciones comerciales electrónicas son una nueva tecnología a la que los mercados deben ajustarse gradualmente. Durante este proceso es posible que las presiones inflacionistas se moderen, pero es de esperar que el impacto disminuya cuando se establezca un nuevo equilibrio¹.

Gráfico A Ventas electrónicas por empresa en porcentaje del volumen de negocio total



Fuentes: Eurostat y Comisión Europea.
 Notas: Todas las empresas, excluidas las del sector financiero (con diez o más empleados). Se incluyen las ventas entre empresas y de empresas a particulares. La primera observación se refiere a 2004 para DE, EE y LT, a 2005 para CY, LV y SK, a 2006 para SI, a 2007 para NL, y a 2008 para MT y FR. La última observación corresponde a 2012 para BE y 2013 para SI. Para LU solo se dispone de datos para 2012.

1 H. Meijers, «Diffusion of the internet and low inflation in the information economy», Information Economics and Policy, vol. 18, 2006, pp. 1-23.

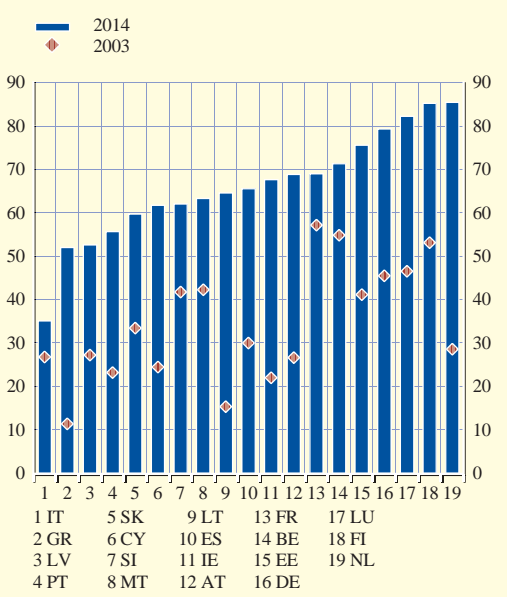
La utilización del comercio electrónico en la zona del euro

En los diez últimos años, el porcentaje de ventas por comercio electrónico a particulares y empresas en el volumen de negocio total ha aumentado en la mayor parte de los países de la zona del euro, aunque todavía se observan diferencias significativas (véase gráfico A)². Las empresas de economías pequeñas y abiertas como Irlanda, Luxemburgo, Eslovaquia y Finlandia registraron el mayor porcentaje de ventas por comercio electrónico en 2014, seguidas de empresas de Alemania, Francia, Bélgica y España. El porcentaje de ventas por Internet en 2014 continuó siendo comparativamente reducido en Grecia, Chipre, Italia y Malta, así como en Letonia y Lituania, con niveles inferiores al 10%. Se ha observado un incremento especialmente marcado de las ventas por comercio electrónico, desde unos niveles de partida bajos en 2003, en los últimos países en incorporarse a la zona del euro (Chipre, Eslovaquia, Estonia, Lituania y Letonia), en los que se ha expandido considerablemente la cobertura de Internet de alta velocidad, así como en España y Portugal.

La menor penetración del comercio electrónico en algunos países puede deberse, en cierta medida, a la existencia de una proporción considerablemente mayor de pequeñas y medianas empresas, que suelen tender a vender menos a través de Internet que las grandes empresas. Además, algunos países de la zona del euro van a la zaga de otros en lo que respecta a un acceso «muy rápido» a Internet.

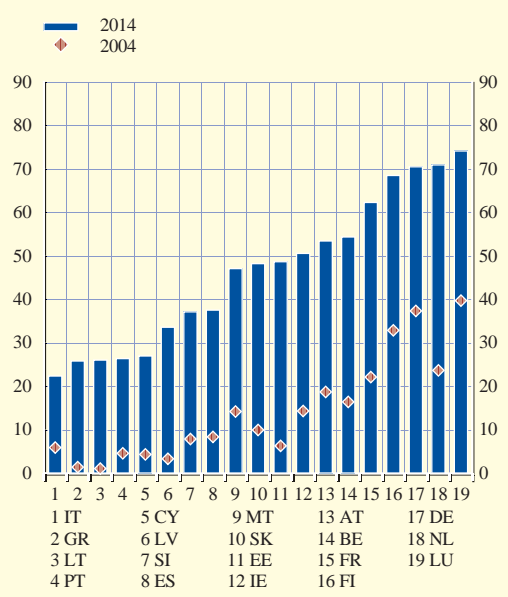
2 Los datos públicos sobre comercio electrónico todavía son escasos. Una fuente de datos es la encuesta anual de Eurostat sobre el uso de TCI en las empresas y los hogares que se realiza desde 2002 y que incluye preguntas sobre el comercio electrónico, y contribuye a la Agenda Digital para Europa de la Comisión Europea, puesta en marcha en 2010.

Gráfico B Porcentaje de personas que buscan información sobre bienes y servicios en Internet



Fuentes: Eurostat y Comisión Europea.
 Notas: Personas de entre 16 y 74 años de edad. La primera observación se refiere a 2004 para CY, SI, SK, EE y LV, a 2005 para BE, IT y MT, y a 2006 para FR.

Gráfico C Porcentaje de personas que compran bienes y servicios a través de Internet



Fuentes: Eurostat y Comisión Europea.
 Notas: Personas de entre 16 y 74 años de edad. La primera observación se refiere a 2005 para BE, IT y MT, y a 2006 para FR.

El porcentaje de personas que utilizan Internet para obtener información sobre bienes y servicios o realizar compras a través de Internet ha aumentado considerablemente en los diez últimos años (véanse gráficos B y C). En todos los países de la zona del euro excepto en Italia, el porcentaje de personas que buscan información en Internet fue superior al 50 % en 2014. Para entonces, también la proporción de personas que adquirirían bienes y servicios a través de Internet se había duplicado, como mínimo, en comparación con 2003.

Evidencia del impacto del comercio electrónico en la inflación

Se deben hacer algunas matizaciones al analizar el impacto del comercio electrónico en la tasa de variación de los precios de consumo. Una de ellas está relacionada con la inclusión de la evolución de los precios en Internet de los productos y servicios incluidos en el IAPC. Los institutos de estadística de la UE incluyen cada vez con mayor frecuencia los precios en Internet al calcular los índices de precios de consumo. En el caso de algunos componentes, como los precios de los hoteles y alojamientos similares, y los de los billetes de avión, la recopilación y el uso de datos de precios disponibles en Internet, en lugar o además de los de las agencias de viaje tradicionales, es una práctica ya consolidada. Al mismo tiempo, la inclusión de los precios de las manufacturas presenta más diferencias entre los institutos de estadística, reflejo asimismo de los distintos hábitos de consumo³. Eurostat, junto con los institutos nacionales de estadística, está trabajando actualmente a fin de establecer un método mejor, más completo y armonizado para plasmar la evolución de los precios en Internet en la elaboración del IAPC.

Cuando un instituto de estadística incorpora más bienes y servicios comercializados por Internet en el IAPC, esta inclusión afecta a la inflación medida por el IAPC en tanto en cuanto los precios de dichos productos y servicios registran variaciones distintas que los de los bienes y servicios no comercializados a través de Internet. Si los precios varían en porcentajes similares en ambos canales de comercialización, la incorporación de los productos comercializados a través de Internet no afectaría de forma perceptible al IAPC. El aumento de la cantidad de productos y servicios adquiridos a través de Internet y las diferencias de precios entre los establecimientos de comercio electrónico y los establecimientos convencionales se reflejan en ajustes del porcentaje de gasto de los respectivos subcomponentes del IAPC.

La evidencia disponible sobre la existencia de un error de medición en los índices de precios de consumo como consecuencia de la incorporación incompleta de las ventas a través de Internet es escasa y no concluyente. Lünnemann y Wintr (2006)⁴ analizan un amplio conjunto de datos microeconómicos de precios y llegan a la conclusión de que las variaciones de los precios de los productos que se comercializan a través de Internet son, en promedio, inferiores a los cambios correspondientes de los precios que figuran en los datos del índice de precios de consumo, lo que apuntaría a un posible error de medición en la inflación medida por el IAPC. En cambio, en un estudio más reciente de Gorodnichenko, Sheremirov y Talavera (2014)⁵ se concluye que los precios del comercio electrónico se ajustan aproximadamente en la misma proporción que los precios del comercio convencional. Por lo tanto, el error de medición de un índice de precios si se excluyen las ventas por Internet debería ser reducido.

3 Para más información sobre cuestiones relacionadas con la medición de la inflación, véase el recuadro 2 titulado «Implications of developments in the retail trade structure for inflation measurement», en el informe *Structural Issues Report*, septiembre de 2011, BCE.

4 P. Lünnemann y L. Wintr «Are internet prices sticky?», *Working Paper Series*, No 645, BCE, junio de 2006.

5 Y. Gorodnichenko, V. Sheremirov y O. Talavera, «Price setting in online markets: does it click?», *NBER Working Papers*, n° 20819, agosto de 2014.

La evidencia sobre los verdaderos efectos del comercio electrónico en las variaciones de los precios de consumo también es escasa, aunque apunta a un impacto reducido en la inflación.

Un estudio anterior de Yi y Choi (2005)⁶ llega a la conclusión de que un aumento anual de 1 punto porcentual del porcentaje de personas que utiliza Internet reduce la tasa de inflación anual entre 0,04 y 0,1 puntos porcentuales. Esta conclusión es básicamente acorde con los resultados de un estudio más reciente realizado por Lorenzani y Varga (2014)⁷, en el que realizan una estimación del impacto de las compras electrónicas de bienes y servicios al analizar el grado de competencia en términos de precios. En este contexto, efectúan una proyección del porcentaje de compras electrónicas de bienes y servicios en el sector minorista correspondiente al año 2010 hasta 2015, y estiman que, en general, dicha evolución podría reducir los aumentos de precios del sector minorista de la UE 27 en su conjunto 0,1 puntos porcentuales al año entre 2011 y 2015. Estas estimaciones están sujetas a una incertidumbre considerable, debido, entre otras cosas, a las limitadas muestras de datos disponibles y a las matizaciones anteriormente mencionadas en relación con la elaboración del índice de precios de consumo. Se dispone de evidencia más concluyente para Estados Unidos en el contexto del «The Billion Prices Project» del Instituto Tecnológico de Massachusetts (MIT) y de sus estadísticas actualizadas periódicamente sobre la evolución de los precios del comercio electrónico y del comercio convencional⁸. Estos datos indican que no hay diferencias notables o sistemáticas entre los índices de precios o las tasas de variación de los precios de los bienes comercializados a través de Internet y los comercializados por los canales tradicionales en Estados Unidos.

6 M.H. Yi y C. Choi, «The effect of the internet on inflation: Panel data evidence», *Journal of Policy Modeling*, vol. 27, 2005, pp. 885-889.

7 D. Lorenzani, y J. Varga, «The Economic Impact of Digital Structural Reforms», *European Commission Economic Papers*, n.º 529 septiembre de 2014.

8 Véase el sitio web de «The Billion Prices Project» en <http://bpp.mit.edu/usa/>

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

En este recuadro se presenta un resumen del seguimiento de la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2015, centrado en los proyectos de siete países que la Comisión Europea consideró, en noviembre de 2014, que corrían el riesgo de incumplir el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC)¹. Estos países son Bélgica, Italia, Malta y Austria, sujetos al componente preventivo del Pacto, y Francia, España y Portugal, sometidos al componente corrector. En la reunión del Eurogrupo del 8 de diciembre de 2014, los Gobiernos de estos países se comprometieron a adoptar las medidas que fueran necesarias para asegurar el cumplimiento del PEC. La Comisión anunció asimismo que reconsideraría su posición en lo que respecta al cumplimiento de las obligaciones impuestas en el marco del PEC por parte de Bélgica, Francia e Italia a principios de 2015, a la luz de las leyes presupuestarias ya finalizadas y de la esperada especificación de los programas de reformas estructurales anunciados por los Gobiernos de esos países. Posteriormente, el 13 de enero de 2015, la Comisión publicó una comunicación titulada «Aprovechar al máximo la flexibilidad que ofrecen las actuales disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento», en la que se especificaba y se ampliaba parcialmente el grado de flexibilidad del PEC en cuanto a las condiciones coyunturales, las reformas estructurales y la inversión pública². El 25 de febrero, la Comisión dio a conocer sus decisiones sobre Bélgica, Francia e Italia, y el 27 de febrero publicó un informe tomando como base las previsiones de invierno de 2015, que fue aprobado por el Consejo el 10 de marzo.

Con la excepción de Bélgica, ninguno de los países que se consideraba que corrían el riesgo de incumplir el PEC ha aplicado suficientes medidas para conseguir cerrar la brecha de consolidación identificada por el Eurogrupo en diciembre pasado. Si se consideran los países sujetos al componente corrector, Francia fue instada a adoptar medidas adicionales del 0,5% del PIB, con el fin de que la mejora del saldo estructural prevista en 2015 fuera acorde con el esfuerzo exigido en la recomendación formulada en junio de 2013 en el contexto de Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE). No obstante, las previsiones de invierno de 2015 de la Comisión apuntan a que no se ha registrado ninguna mejora con respecto al esfuerzo del 0,3% del PIB conocido cuando tuvo lugar la reunión del Eurogrupo³. Por otra parte, los proyectos de España y Portugal, a los que se había recomendado que adoptaran medidas orientadas a mejorar sus déficits para cumplir los objetivos del PDE para 2015, prevén un ligero descenso de los déficits en 2015, aunque se mantienen por encima de los niveles establecidos como objetivo, mientras que los esfuerzos estructurales también son insuficientes para cumplir las exigencias. En cuanto a los países sometidos al componente preventivo, la mejora del saldo estructural de Italia esperada en 2015 (0,2 puntos porcentuales) sigue siendo inferior al 0,4% del PIB recomendado por el Eurogrupo, y es consecuencia de la disminución de los pagos por intereses. En cambio, se prevé que el esfuerzo estructural de Bélgica aumente en 0,2 puntos porcentuales, como se comprometió en el Eurogrupo. Estos dos países siguen registrando una desviación significativa con respecto al esfuerzo estructural necesario según la regla sobre la deuda. El esfuerzo estructural de Austria se ha reducido en comparación con las previsiones de diciembre, incrementando

- 1 Véase también el recuadro titulado «La evaluación de los proyectos de planes presupuestarios para 2015», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2014.
- 2 Véase también el recuadro titulado «Flexibility within the Stability and Growth Pact», *Boletín Económico*, Número 1, BCE, febrero de 2015.
- 3 La Comisión consideró que el proyecto de plan presupuestario presentado el 15 de octubre suponía una mejora del saldo estructural de solo el 0,1% del PIB. El 21 de noviembre, el Gobierno anunció la adopción de medidas adicionales que ascienden al 0,2% del PIB. Estas medidas, que el Eurogrupo tuvo debidamente en cuenta en su declaración del 8 de diciembre, fueron aprobadas por el Parlamento francés el 18 de diciembre de 2014 en el contexto de la adopción de los presupuestos de 2015.

aún más el riesgo de que se desvíe sustancialmente de las exigencias del componente preventivo. Si esto se confirma posteriormente, se podrían adoptar medidas de procedimiento en la primavera de 2016. Por último, en Malta, el riesgo de incumplimiento de las exigencias del componente preventivo del PEC, al que este país quedará sujeto si el Consejo decide que había corregido su déficit excesivo en el plazo fijado, el año 2014, y deroga el PDE correspondiente, se ha reducido gracias a las medidas adoptadas en los presupuestos definitivos para 2015.

El 27 de febrero, la Comisión publicó los resultados de su evaluación del cumplimiento del PEC en Bélgica, Francia e Italia. En informes elaborados de conformidad con el artículo 126, apartado 3, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, la Comisión examinó el incumplimiento del criterio de déficit por parte de Bélgica y del criterio de deuda en Bélgica e Italia. La Comisión se mostró contraria a iniciar un PDE a estos países debido a una serie de factores atenuantes importantes: en el caso de Bélgica e Italia i) el cumplimiento de las exigencias de esfuerzo estructural en el contexto del componente preventivo del PEC (que, en el caso de Italia se han reducido tras la publicación de la comunicación de la Comisión sobre flexibilidad del PEC); ii) unas condiciones económicas desfavorables (esto es, débil crecimiento e inflación reducida) que dificultan el cumplimiento de la regla sobre la deuda, y iii) la aplicación prevista de ambiciosos planes de reformas estructurales orientadas a potenciar el crecimiento presentados por las autoridades. No obstante, en estas evaluaciones no se tuvo en cuenta la insuficiencia de la consolidación fiscal acometida en el período 2014-2015 en relación con las recomendaciones del Consejo de junio de 2014 como factor agravante.

En el caso de Francia, la Comisión tenía que determinar si este país había adoptado medidas efectivas en respuesta a la recomendación del Consejo de que el déficit excesivo debía corregirse para 2015. Tales medidas, junto con una inesperada evolución macroeconómica adversa con importantes repercusiones desfavorables para las finanzas públicas, permitirían que el plazo de corrección del déficit excesivo se amplíe, por norma general, un año. En cambio, si se concluye que un país de la zona del euro no ha adoptado medidas efectivas, el PDE prevé la intensificación del procedimiento mediante el envío de una notificación al país en cuestión⁴ y la aplicación de sanciones económicas en forma de una multa del 0,2% del PIB. Si las circunstancias económicas son excepcionales o el Estado miembro en cuestión presenta una solicitud motivada, la Comisión puede recomendar al Consejo una reducción del importe de la multa o su anulación. Al considerar el período 2013-2014⁵, la Comisión señaló que «la evidencia disponible no permite concluir que no se adoptaron medidas efectivas», y propuso ampliar dos años el plazo de corrección del déficit excesivo (es decir, hasta 2017). El Consejo siguió esta recomendación el 10 de marzo. La senda de ajuste recomendada se concentra en los últimos años, y se ha exigido a Francia que se comprometa a incrementar los esfuerzos de ajuste estructural durante el PDE: el 0,5% del PIB en 2015 (esto es, el nivel mínimo exigido en el contexto del componente corrector y, por lo tanto, inferior al 0,8% del PIB exigido hasta ahora), el 0,8% del PIB en 2016 y el 0,9% en 2017. Tomando como base los procedimientos de déficit excesivo actuales, en 2017 Francia será el único país de la zona del euro sometido a un PDE. Por último, pese al riesgo de incumplimiento de los plazos de corrección del déficit excesivo recomendados por el Consejo, la Comisión no emitió ninguna alerta temprana en forma de recomendación concreta a España o Portugal, en contraposición al año pasado, en el que se formularon recomendaciones a Francia y Eslovenia en situaciones similares.

4 Con arreglo al artículo 126, apartado 9, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

5 En relación con este período, la evaluación excluyó el último año del PDE, respecto del que la Comisión detectó riesgos de incumplimiento del PEC. Esto supone un contraste con la situación de 2013, cuando el plazo fijado en el PDE se amplió porque se constató que solo se habían adoptado medidas efectivas cuando se incluyó el último año del PDE.

El marco de gobernanza de la UE se ha reforzado con la entrada en vigor, en 2011 y 2013, de nuevos reglamentos conocidos como el «six-Pack» y el «two-Pack», respectivamente. Por lo tanto, el marco se ha mejorado sustancialmente como consecuencia de las importantes lecciones extraídas de la reciente crisis. De especial importancia a este respecto es la introducción de la regla sobre la deuda en el componente corrector, el establecimiento de un procedimiento de desviación significativa en el componente preventivo (que debería contribuir a asegurar que los países realizan avances suficientes hacia la consecución de los objetivos presupuestarios a medio plazo), las modificaciones del proceso de toma de decisiones para aumentar el automatismo en la aplicación de normas y sanciones, y la posibilidad de solicitar la presentación de proyectos de planes presupuestarios revisados y de formular «recomendaciones autónomas» en caso de que exista riesgo de incumplimiento de los objetivos del PDE.

Es importante que las herramientas del marco de gobernanza reforzado se apliquen con eficacia y de forma coherente en el tiempo y en los distintos países. Es fundamental que estas herramientas realmente se utilicen según lo previsto para asegurar situaciones presupuestarias sostenibles en los países de la zona del euro. Solo así podrá actuar el PEC como un ancla para la confianza. A tal fin, la probabilidad de aplicación del procedimiento de desviación significativa previsto en el componente preventivo ha disminuido al reducirse paulatinamente las exigencias de ajuste en los países que afrontan un entorno macroeconómico difícil. El procedimiento de desequilibrio excesivo tampoco se ha activado todavía, pese a haberse detectado desequilibrios excesivos⁶. Por último, la regla sobre la deuda corre el riesgo de dejarse a un lado si realmente se subordina al debilitado marco preventivo, que tras la publicación de la comunicación sobre flexibilidad de la Comisión presta poca atención a las cuestiones relacionadas con la sostenibilidad de la deuda. En definitiva, la aplicación íntegra y coherente de las normas es esencial para la confianza en el marco fiscal europeo.

6 Para más detalles, véase el recuadro titulado «El Procedimiento relativo a los Desequilibrios Macroeconómicos 2015», *Boletín Económico*, Número 2, BCE, marzo de 2015.



AVANCES Y POSIBLES EFECTOS DE LAS REFORMAS ESTRUCTURALES EN LA ZONA DEL EURO

Las reformas estructurales pueden impulsar considerablemente la productividad y el empleo, reactivar el crecimiento de la zona del euro y al mismo tiempo mejorar la capacidad de los países para ajustarse a perturbaciones, reasignar recursos y reestructurar sus economías con rapidez. En este artículo se describen los efectos de las reformas estructurales en variables macroeconómicas fundamentales, los avances recientes en las reformas de los mercados de productos y de trabajo, y se sugiere que la introducción de nuevas reformas estructurales podría ser una herramienta muy útil para recuperar el crecimiento y la competitividad en la zona del euro. Hay señales de que las reformas emprendidas desde que comenzó la crisis ya han tenido un impacto positivo. El grado de flexibilidad de los salarios y los precios parece haber aumentado, lo que ha contribuido al proceso de ajuste, mientras que la evolución de las exportaciones también parece haber mejorado en los países que han aplicado reformas. Aunque algunos países de la zona del euro han logrado avances significativos, los indicadores muestran que todavía hay un amplio margen para emprender nuevas reformas en todos los países de la zona. Estas reformas son necesarias para favorecer un crecimiento sostenible a largo plazo, incrementar la capacidad de ajuste de los países de la zona y contribuir al correcto funcionamiento de la Unión Monetaria.

CONCLUSIONES

Las reformas estructurales pueden reactivar el crecimiento de la zona del euro a corto y a largo plazo. Si se planifican adecuadamente y se aplican de manera creíble y rigurosa, las reformas pueden reducir al mínimo o eliminar la posibilidad de una evolución negativa a corto plazo de algunos componentes del PIB y maximizar los efectos positivos a más largo plazo. La credibilidad de las reformas y de su aplicación desempeña un papel fundamental para fortalecer los canales de confianza y adelantar los efectos positivos de las reformas al anticipar un aumento de las rentas y respuestas positivas en los mercados financieros.

Es necesario que los países emprendan más reformas para reforzar y estimular el potencial de crecimiento de la Unión Monetaria. Aunque en los últimos años se han realizado avances significativos, todavía existe un margen considerable y una necesidad urgente de emprender más reformas estructurales en la zona del euro. Los países que comparativamente presenten más rigideces serán los más beneficiados de las reformas estructurales. Si bien las reformas deben aplicarse, ante todo, en interés del país de la zona del euro en cuestión, también contribuyen al correcto funcionamiento de la Unión Monetaria en su conjunto, aumentando la flexibilidad y la capacidad de resistencia de la zona frente a perturbaciones macroeconómicas y facilitando asimismo la reestructuración de la economía.

Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.

¿QUIÉNES SON LOS TENEDORES? NUEVA INFORMACIÓN SOBRE LAS CARTERAS DE VALORES

La crisis financiera de 2008-2009 subrayó la necesidad de contar con información granular sobre las carteras de valores, valor a valor. En este artículo se presentan nuevas estadísticas (estadísticas sobre carteras de valores) que han sido recopiladas por el Sistema Europeo de Bancos Centrales desde comienzos de 2014 y contribuyen significativamente a cerrar la brecha de información sobre las tenencias de valores, tanto dentro de la zona del euro como entre la propia zona y el resto del mundo. En particular, dado que los datos se recopilan valor a valor, las estadísticas permiten una amplia gama de nuevos detalles. En este artículo se describen el alcance, el contenido y la cobertura de las nuevas estadísticas. Además, se explica el valor añadido de estos nuevos datos basándose en algunos ejemplos concretos y se esbozan sus posibles usos en el futuro.

INTRODUCCIÓN

Cuando se produjo la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, los responsables de la política económica, incluidos los bancos centrales, disponían de muy poca información sobre quiénes estaban expuestos a los valores en riesgo. En particular, la mayoría de las estadísticas oficiales disponibles en aquel momento solo ofrecían información agregada, por lo que resultaba difícil identificar las exposiciones de los participantes en el mercado o de los sectores a un emisor concreto, o calibrar el alcance de los efectos de contagio que un acontecimiento de esa naturaleza pudiera desencadenar.

Esta experiencia y otras similares, en las que la falta de datos detallados obstaculizó la adopción rápida de medidas de política, pusieron de manifiesto la necesidad de contar con información granular sumamente detallada sobre las tenencias de valores y aceleró los trabajos preparatorios del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) para el desarrollo de nuevas estadísticas que contribuyeran a cerrar esta brecha de información. Como resultado de estos trabajos, se elaboraron dos textos legales que sientan unas bases jurídicas sólidas para la recopilación de un conjunto de datos completo sobre las tenencias de valores en la zona del euro. La recogida efectiva de datos para las nuevas estadísticas sobre tenencias de valores se inició a comienzos de 2014, siendo los primeros datos recopilados los referentes a las tenencias a fin de diciembre de 2013.

El resto del artículo se organiza como sigue: en la sección 2 se presenta la recogida de los datos, incluidos el alcance, el contenido y la cobertura de las nuevas estadísticas sobre carteras de valores. En la sección 3 se ilustra el posible uso de los datos de las nuevas estadísticas mediante algunos ejemplos. Finalmente, en la sección 4 se presentan las conclusiones.

CONCLUSIONES

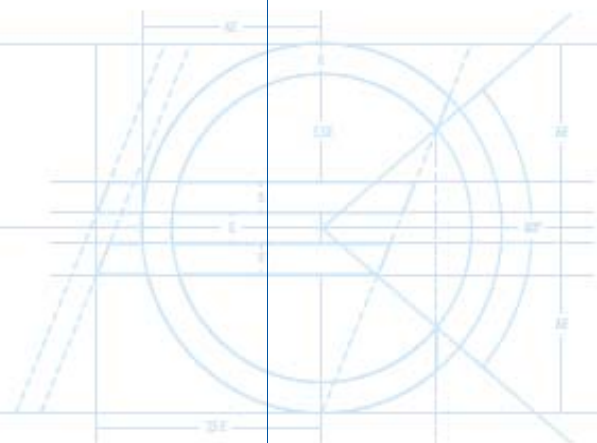
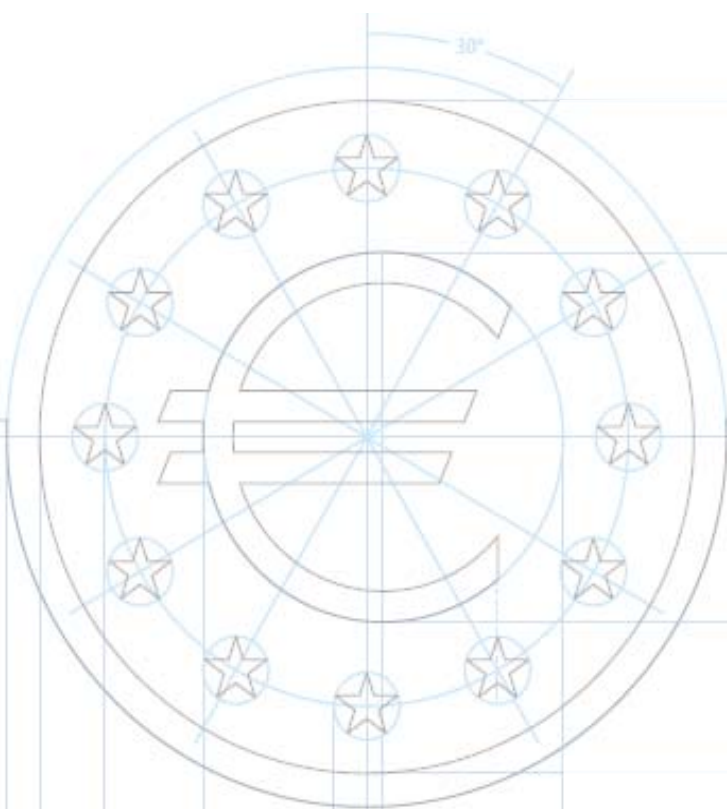
En este artículo se han presentado las nuevas estadísticas trimestrales sobre carteras de valores detalladas valor a valor. Este nuevo sistema de recopilación de datos contribuye significativamente a cerrar las brechas que existían anteriormente en los datos relativos a las carteras de valores y, por consiguiente, mejora de forma sustancial la información disponible para la toma de decisiones de política en la zona del euro.

La granularidad y la exhaustividad de los datos suponen que la información pueda utilizarse para una amplia gama de fines, incluidos la política monetaria y la estabilidad financiera, así como en los análisis de integración financiera y de los mercados. Asimismo, se espera que, a partir de ahora, la disponibilidad de estos datos facilite tanto el seguimiento ordinario de la situación de los mercados como la realización de estudios ad hoc sobre distintos temas.

Algunos agregados obtenidos a partir de los datos de las estadísticas sobre carteras de valores también se pondrán a disposición del público en el Statistical Data Warehouse del BCE. Incluirán las tenencias en poder de inversores de la zona del euro de valores emitidos por los países de la UE y otros importantes países emisores.

Aunque las nuevas estadísticas sobre carteras de valores constituyen ya una mejora significativa con respecto a la información disponible en este ámbito, está previsto mejorarlas aún más. Por ejemplo, la aplicación del reciente Reglamento del BCE sobre las obligaciones de información estadística de las compañías de seguros (BCE/2014/50) permitirá mejorar la calidad de los datos relativos a las tenencias de valores de este sector, ya que serán las propias compañías las que presenten un mayor número de datos y no será necesario recopilarlos a través de custodios. Además, en vista de la nueva función de supervisión asumida por el BCE, se está contemplando la posibilidad de realizar ampliaciones adicionales de las estadísticas relativas a las tenencias de valores.

Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.





ÍNDICE

1 Entorno exterior	S2
2 Evolución financiera	S3
3 Actividad económica	S7
4 Precios y costes	S11
5 Dinero y crédito	S14
6 Evolución de las finanzas públicas	S19

INFORMACIÓN ADICIONAL

En el Statistical Data Warehouse (SDW) pueden consultarse y descargarse las estadísticas del BCE:

Los datos incluidos en la sección estadística del Boletín Económico están disponibles en el SDW:

En el SDW puede consultarse el Boletín Estadístico completo:

Las definiciones metodológicas se encuentran en las Notas Generales del Boletín Estadístico:

Los detalles sobre los cálculos se encuentran en las Notas Técnicas del Boletín Estadístico:

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

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813>

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045>

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023>

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022>

SÍMBOLOS UTILIZADOS EN LOS CUADROS

«-» Inexistencia del fenómeno considerado/dato no aplicable

«.» Dato no disponible por el momento

«...» Cero o no significativo

(p) Cifra provisional

(d.) Desestacionalizado

(s.d.) Sin desestacionalizar

I ENTORNO EXTERIOR

1.1 Principales socios comerciales, PIB e IPC

	PIB ¹⁾ (tasas de variación entre periodos)						IPC (tasas de variación interanual)						
	G-20	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Países de la OCDE		Estados Unidos	Reino Unido (IAPC)	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro ²⁾ (IAPC)
							Total	Excluidos alimentos y energía					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2012	3,0	2,3	0,7	1,7	7,8	-0,7	2,3	1,8	2,1	2,8	0,0	2,7	2,5
2013	3,2	2,2	1,7	1,6	7,7	-0,5	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4
2014	.	2,4	2,6	0,0	7,4	.	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2014 I	0,7	-0,5	0,6	1,3	1,5	0,3	1,6	1,6	1,4	1,8	1,5	2,3	0,7
II	0,8	1,1	0,8	-1,7	2,0	0,1	2,1	1,9	2,1	1,7	3,6	2,2	0,6
III	0,9	1,2	0,7	-0,6	1,9	0,2	1,8	1,9	1,8	1,5	3,3	2,0	0,4
IV	.	0,5	0,5	0,6	1,5	0,3	1,4	1,8	1,2	0,9	2,5	1,5	0,2
2014 Sep	-	-	-	-	-	-	1,7	1,8	1,7	1,3	3,2	1,6	0,3
Oct	-	-	-	-	-	-	1,7	1,8	1,7	1,3	2,9	1,6	0,4
Nov	-	-	-	-	-	-	1,5	1,8	1,3	0,9	2,4	1,4	0,3
Dic	-	-	-	-	-	-	1,1	1,8	0,8	0,5	2,4	1,5	-0,2
2015 Ene	-	-	-	-	-	-	0,5	1,7	-0,1	0,3	2,4	0,8	-0,6
Feb ³⁾	-	-	-	-	-	-	-0,3

1.2 Principales socios comerciales, índice de directores de compras (PMI) y comercio mundial

	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión; datos desestacionalizados)									Importaciones de mercancías ⁴⁾		
	Índice PMI compuesto						Índice PMI global ⁵⁾			Mundiales	Economías avanzadas	Economías emergentes
	Global ⁵⁾	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Manufacturas	Servicios	Nuevos pedidos exteriores			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	52,6	54,4	52,0	49,9	50,9	47,2	50,2	51,9	48,5	3,9	2,4	4,8
2013	53,4	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,3	52,7	50,7	3,6	-0,1	5,7
2014	54,3	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,4	54,1	51,5	.	.	.
2014 I	53,7	55,3	58,1	53,0	49,9	53,1	53,8	53,7	51,0	0,0	0,3	-0,2
II	54,3	58,3	58,6	48,5	50,7	53,4	53,2	54,7	51,1	-0,3	0,9	-0,9
III	55,7	59,8	58,5	51,3	52,2	52,8	54,1	56,2	52,0	2,5	0,8	3,4
IV	53,4	55,6	56,3	50,9	51,4	51,5	52,8	53,6	50,8	.	.	.
2014 Sep	55,5	59,0	57,4	52,8	52,3	52,0	53,8	56,0	52,3	2,5	0,8	3,4
Oct	53,8	57,2	55,8	49,5	51,7	52,1	53,4	54,0	51,0	3,3	1,1	4,5
Nov	53,7	56,1	57,6	51,2	51,1	51,1	52,6	54,0	50,2	2,5	1,5	3,1
Dic	52,6	53,5	55,3	51,9	51,4	51,4	52,3	52,7	51,2	.	.	.
2015 Ene	53,1	54,4	56,7	51,7	51,0	52,6	53,1	53,1	51,0	.	.	.
Feb	54,0	56,8	56,7	50,0	51,8	53,3	53,6	54,1	50,7	.	.	.

Fuentes: Eurostat (cuadro 1.1, col. 3, 6, 10, 13); BPI (cuadro 1.1, col. 2, 4, 9, 11, 12); OCDE (cuadro 1.1, col. 1, 5, 7, 8); Markit (cuadro 1.2, col. 1-9); CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y cálculos del BCE (cuadro 1.2, col. 10-12).

1) Datos trimestrales desestacionalizados: datos anuales sin desestacionalizar. Los datos de la zona del euro, se refieren al Euro-19.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

3) 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.

4) Las columnas «Mundiales» y «Economías avanzadas» excluyen la zona del euro. Los datos anuales y trimestrales son variaciones entre periodos; los datos mensuales son variaciones intertrimestrales. Todos los datos están desestacionalizados.

5) Excluida la zona del euro.

2 EVOLUCIÓN FINANCIERA

2.1 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentajes; medias del período)

	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	Depósitos a la vista (eonía)	Depósitos a 1 mes (euríbor)	Depósitos a 3 meses (euríbor)	Depósitos a 6 meses (euríbor)	Depósitos a 12 meses (euríbor)	Depósitos a 3 meses (libor)	Depósitos a 3 meses (libor)
	1	2	3	4	5	6	7
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
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
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
IV	-0,02	0,01	0,08	0,18	0,33	0,24	0,11
2014 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
Dic	-0,03	0,02	0,08	0,18	0,33	0,24	0,11
2015 Ene	-0,05	0,01	0,06	0,15	0,30	0,25	0,10
Feb	-0,04	0,00	0,05	0,13	0,26	0,26	0,10

2.2 Curvas de rendimiento

(fin de período; tasas en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	Tipos al contado					Diferenciales			Tipos forward instantáneos			
	Zona del euro ^{1) 2)}					Zona del euro ^{1) 2)}	Estados Unidos	Reino Unido	Zona del euro ^{1) 2)}			
	3 meses	1 año	2 años	5 años	10 años	10 años - 1 año	10 años - 1 año	10 años - 1 año	1 año	2 años	5 años	10 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,72	1,76	1,61	1,48	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2014 I	0,16	0,11	0,17	0,76	1,82	1,71	2,60	2,29	0,11	0,40	1,94	3,50
II	0,05	-0,01	0,02	0,47	1,44	1,45	2,43	2,16	-0,04	0,16	1,46	3,09
III	-0,03	-0,09	-0,10	0,24	1,06	1,15	2,39	1,88	-0,14	-0,02	1,03	2,53
IV	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2014 Sep	-0,03	-0,09	-0,10	0,24	1,06	1,15	2,39	1,88	-0,14	-0,02	1,03	2,53
Oct	-0,02	-0,08	-0,08	0,22	0,96	1,05	2,24	1,82	-0,12	-0,01	0,93	2,33
Nov	-0,02	-0,06	-0,07	0,17	0,80	0,86	2,06	1,54	-0,10	-0,02	0,74	2,01
Dic	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015 Ene	-0,15	-0,18	-0,14	-0,02	0,39	0,58	1,50	1,04	-0,13	-0,10	0,34	1,15
Feb	-0,21	-0,25	-0,20	-0,08	0,37	0,62	1,80	1,45	-0,16	-0,17	0,31	1,19

2.3 Índices bursátiles

(niveles de los índices en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Índice amplio	50	Materias primas	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Servicios financieros	Industrial	Tecnología	Agua, gas y electricidad	Telecomunicaciones	Sanidad		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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
2014	318,7	3.145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1.931,4	15.460,4
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
IV	313,0	3.102,5	634,9	214,7	508,5	307,0	174,5	433,4	316,0	280,4	316,7	688,0	2.009,3	16.660,1
2014 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
Dic	320,1	3.159,8	651,0	225,2	532,6	288,5	176,0	446,1	330,1	284,7	335,3	687,6	2.054,3	17.541,7
2015 Ene	327,4	3.207,3	671,1	237,8	564,9	285,0	173,3	464,2	339,0	278,3	343,8	724,2	2.028,2	17.274,4
Feb	353,2	3.453,8	731,3	254,2	624,8	314,0	185,5	498,7	361,1	286,9	376,8	768,6	2.082,2	18.053,2

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.
- Los cálculos del BCE se basan en datos brutos facilitados por EuroMTS y en calificaciones crediticias proporcionadas por Fitch Ratings.

2.4 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos y créditos a los hogares y a sus depósitos (nuevas operaciones) ^{1), 2)}

(porcentajes; media del período, salvo indicación en contrario)

	Depósitos				Créditos renovables y descubiertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado	Créditos al consumo			Préstamos a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica	Préstamos para adquisición de vivienda				Indicador sintético del coste de financiación	
	A la vista	Con preaviso hasta 3 meses	A plazo:				Por período inicial de fijación del tipo de interés		TAE ³⁾		Por período inicial de fijación del tipo de interés					TAE ³⁾
			Hasta 2 años	Más de 2 años			Tipo flexible y hasta 1 año	Más de 1 año			Tipo flexible y hasta 1 año	De 1 a 5 años	De 5 años a 10 años	Más de 10 años		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2014 Feb	0,28	1,10	1,61	1,93	7,66	17,04	5,85	6,78	7,21	3,30	2,79	2,95	3,09	3,27	3,29	3,05
Mar	0,28	1,07	1,56	1,86	7,66	17,05	5,81	6,67	7,08	3,32	2,78	2,90	3,03	3,23	3,23	3,01
Abr	0,27	1,06	1,54	1,83	7,61	17,22	5,58	6,60	6,98	3,21	2,72	2,91	3,00	3,24	3,22	2,99
May	0,27	1,05	1,40	1,72	7,55	17,23	5,62	6,73	7,09	3,33	2,71	2,87	2,96	3,14	3,16	2,93
Jun	0,27	1,04	1,32	1,74	7,58	17,19	5,45	6,61	6,94	3,20	2,66	2,85	2,89	3,09	3,13	2,87
Jul	0,24	1,01	1,30	1,75	7,43	17,04	5,55	6,54	6,91	3,09	2,63	2,75	2,81	2,99	3,05	2,79
Ago	0,24	0,93	1,21	1,66	7,43	17,00	5,55	6,52	6,87	3,09	2,56	2,74	2,73	2,87	2,98	2,75
Sep	0,23	0,92	1,19	1,70	7,32	17,05	5,37	6,49	6,84	2,92	2,50	2,69	2,63	2,83	2,89	2,68
Oct	0,22	0,91	1,10	1,65	7,15	16,94	5,42	6,43	6,84	2,92	2,43	2,63	2,56	2,79	2,82	2,61
Nov	0,21	0,89	1,02	1,66	7,12	17,10	5,59	6,48	6,83	2,96	2,43	2,53	2,52	2,73	2,79	2,55
Dic	0,22	0,86	0,96	1,59	7,06	17,00	5,07	6,14	6,45	2,73	2,43	2,52	2,53	2,69	2,77	2,50
2015 Ene ⁴⁾	0,21	0,84	1,01	1,95	7,12	17,03	5,26	6,30	6,63	2,77	2,30	2,53	2,43	2,42	2,70	2,39

2.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos y créditos a las sociedades no financieras y a sus depósitos (nuevas operaciones) ^{1), 4)}

(porcentajes; media del período, salvo indicación en contrario)

	Depósitos			Créditos renovables y descubiertos	Otros préstamos por tamaño y período inicial de fijación del tipo									Indicador sintético del coste de financiación
	A la vista	A plazo:			Hasta 250.000 euros			Más de 250.000 euros y hasta 1 millón			Más de 1 millón de euros			
		Hasta 2 años	Más de 2 años		Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2014 Feb	0,33	0,66	1,75	3,99	4,52	4,59	3,89	2,82	3,59	3,23	2,08	2,78	2,94	2,96
Mar	0,35	0,68	1,58	3,95	4,58	4,49	3,90	2,78	3,44	3,17	2,17	2,74	2,96	2,99
Abr	0,34	0,72	1,60	3,99	4,57	4,48	3,80	2,81	3,52	3,15	2,20	2,55	2,88	2,98
May	0,34	0,64	1,38	3,92	4,50	4,51	3,86	2,81	3,45	3,09	2,06	2,40	2,80	2,91
Jun	0,31	0,59	1,52	3,88	4,29	4,37	3,78	2,68	3,26	3,05	1,94	2,74	2,68	2,79
Jul	0,28	0,59	1,49	3,76	4,32	4,31	3,63	2,65	3,29	2,93	1,90	2,42	2,69	2,76
Ago	0,28	0,49	1,63	3,71	4,18	4,28	3,55	2,56	3,20	2,83	1,74	2,43	2,56	2,68
Sep	0,26	0,51	1,53	3,69	3,98	4,04	3,53	2,46	3,02	2,75	1,80	2,38	2,41	2,65
Oct	0,25	0,50	1,43	3,61	3,98	3,94	3,54	2,44	2,92	2,69	1,74	2,26	2,49	2,58
Nov	0,25	0,44	1,20	3,54	3,76	3,87	3,42	2,38	2,84	2,61	1,73	2,18	2,25	2,49
Dic	0,24	0,43	1,28	3,44	3,67	3,74	3,27	2,35	2,78	2,46	1,74	2,18	2,09	2,43
2015 Ene ⁴⁾	0,23	0,44	1,28	3,40	3,72	3,79	2,95	2,31	2,81	2,04	1,65	2,03	2,13	2,41

2.6 Valores representativos de deuda emitidos por residentes en la zona del euro, por sector emisor y vencimiento inicial

(mm de euros, operaciones durante el mes y saldos vivos a fin de período; valores nominales)

	Saldos vivos							Emisiones brutas ⁵⁾						
	Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	Entidades distintas de IFM		Administraciones Públicas		Total	IFM (incluido el Euro-sistema)	Entidades distintas de IFM		Administraciones Públicas			
			Sociedades financieras distintas de IFM	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras Administraciones Públicas			Sociedades financieras distintas de IFM	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras Administraciones Públicas		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
A corto plazo														
2012	1.412	573	142	.	75	558	65	702	490	37	.	52	103	21
2013	1.233	468	117	.	67	528	53	507	314	30	.	44	99	21
2014	1.244	475	123	.	58	537	50	401	211	33	.	39	93	25
2014 Jul	1.365	511	157	.	75	578	44	402	181	55	.	40	105	21
Ago	1.361	522	144	.	74	574	46	325	161	31	.	27	91	16
Sep	1.336	504	136	.	70	577	49	331	153	27	.	31	95	25
Oct	1.306	496	133	.	73	563	41	330	139	28	.	37	102	25
Nov	1.290	490	129	.	69	557	45	292	127	30	.	28	87	20
Dic	1.244	475	123	.	58	537	50	320	168	24	.	28	66	34
A largo plazo														
2012	15.178	4.824	3.140	.	841	5.747	626	256	99	45	.	16	84	12
2013	15.115	4.416	3.093	.	920	6.059	627	223	71	39	.	16	89	9
2014	15.149	4.034	3.202	.	996	6.274	643	218	65	43	.	16	85	10
2014 Jul	15.161	4.186	3.127	.	966	6.241	641	207	52	37	.	19	86	13
Ago	15.110	4.157	3.109	.	969	6.229	644	76	30	11	.	3	28	5
Sep	15.157	4.164	3.126	.	980	6.235	652	218	59	43	.	13	90	13
Oct	15.124	4.077	3.162	.	980	6.255	650	209	45	40	.	15	101	8
Nov	15.157	4.059	3.163	.	985	6.302	649	197	59	44	.	14	73	6
Dic	15.149	4.034	3.202	.	996	6.274	643	129	41	37	.	11	29	10

Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.
- Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.
- Tasa Anual Equivalente (TAE).
- De conformidad con el SEC 2010, en diciembre de 2014 se reclasificaron las sociedades *holding* de los grupos no financieros, pasando del sector de sociedades no financieras al sector de instituciones financieras.
- A efectos de comparación, los datos anuales se refieren a las respectivas medias mensuales durante el año.
- Sociedades instrumentales que efectúan operaciones de titulización (FVC, en sus siglas en inglés).

2.7 Tasas de crecimiento y saldos vivos de valores representativos de deuda y acciones cotizadas

(mm de euros; tasas de variación)

	Valores representativos de deuda							Acciones cotizadas			
	Total	IFM (incluido el Eurosystema)	Entidades distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM	Sociedades financieras distintas de IFM	Sociedades no financieras
			Sociedades distintas de IFM	Sociedades financieras distintas	Sociedades no financieras	Administración Central	Otras Adminis- traciones Públicas				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Saldo vivo											
2012	16.590,3	5.397,4	3.281,7	.	915,5	6.305,1	690,5	4.593,9	404,6	617,9	3.571,5
2013	16.347,4	4.883,3	3.210,5	.	986,7	6.587,1	679,8	5.634,8	569,0	751,0	4.314,8
2014	16.393,7	4.509,5	3.324,9	.	1.054,6	6.811,5	693,2	5.945,1	590,9	787,6	4.566,6
2014 Jul	16.525,7	4.696,9	3.283,6	.	1.041,3	6.818,6	685,3	5.864,6	626,8	775,7	4.462,1
Ago	16.470,6	4.679,3	3.253,2	.	1.043,9	6.803,3	691,0	5.914,5	637,3	788,9	4.488,3
Sep	16.492,2	4.667,4	3.262,7	.	1.050,1	6.811,6	700,4	5.928,8	650,7	788,4	4.489,7
Oct	16.429,9	4.572,3	3.295,9	.	1.052,6	6.818,5	690,7	5.761,0	611,5	763,1	4.386,4
Nov	16.447,3	4.548,4	3.292,4	.	1.054,0	6.858,5	693,9	6.038,0	628,3	796,6	4.613,1
Dic	16.393,7	4.509,5	3.324,9	.	1.054,6	6.811,5	693,2	5.945,1	590,9	787,6	4.566,6
Tasa de crecimiento											
2012	1,3	-1,8	-0,1	.	14,5	2,5	6,1	0,9	4,9	2,0	0,4
2013	-1,3	-8,9	-2,5	.	8,1	4,5	-1,1	0,9	7,2	0,2	0,3
2014	-0,5	-8,6	2,2	.	5,5	3,1	1,2	1,6	7,6	1,6	0,8
2014 Jul	0,0	-7,1	0,5	.	7,9	3,9	1,5	1,4	6,9	2,1	0,5
Ago	-0,3	-7,1	-0,2	.	7,4	3,6	1,4	1,4	6,9	2,1	0,6
Sep	-0,3	-6,9	-0,2	.	5,8	3,3	3,1	1,5	6,9	1,9	0,7
Oct	-0,6	-8,2	1,0	.	5,1	3,3	1,7	1,6	6,9	1,6	0,9
Nov	-0,9	-8,5	0,9	.	4,6	2,9	1,4	1,6	7,1	1,7	0,8
Dic	-0,5	-8,6	2,2	.	5,5	3,1	1,2	1,6	7,6	1,6	0,8

2.8 Tipos de cambio efectivos ²⁾

(medias del período; índice: 1 1999 = 100)

	TCE-19						TCE-38	
	Nominal	IPC real	IPRI real	Deflactor del PIB real	CLUM real ³⁾	CLUT real	Nominal	IPC real
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	97,9	95,8	93,1	89,6	99,1	92,0	107,2	93,2
2013	101,7	99,2	96,6	92,6	102,5	94,6	112,2	96,5
2014	102,3	98,9	96,5	.	.	.	114,8	97,0
2014 I	103,9	101,0	98,0	95,1	103,5	97,8	116,7	99,3
II	103,9	100,5	98,0	94,7	102,9	97,8	116,2	98,2
III	101,7	98,2	95,9	92,2	100,2	95,4	113,8	96,0
IV	99,6	96,1	94,1	.	.	.	112,6	94,4
2014 Sep	100,5	97,0	94,8	-	-	-	112,5	94,8
Oct	99,6	96,1	94,1	-	-	-	112,0	94,2
Nov	99,6	96,1	94,2	-	-	-	112,3	94,3
Dic	99,7	96,0	94,2	-	-	-	113,4	94,9
2015 Ene	95,9	92,2	91,1	-	-	-	109,3	91,1
Feb	94,0	90,2	89,4	-	-	-	107,4	89,3
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>								
2015 Feb	-2,0	-2,1	-1,8	-	-	-	-1,8	-2,0
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>								
2015 Feb	-9,2	-10,4	-8,5	-	-	-	-7,8	-9,9

Fuente: BCE.

- 1) Sociedades instrumentales que efectúan operaciones de titulación (FVC, en sus siglas en inglés).
- 2) Para una definición de grupos de socios comerciales e información adicional, véanse las Notas Generales en el Boletín Estadístico.
- 3) Las series deflactadas por los CLUM solo están disponibles para el grupo de socios comerciales TCE-19.

2.9 Tipos cambio bilaterales

(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Renminbi chino	Kuna croata	Corona checa	Corona danesa	Forinto húngaro	Yen japonés	Eslovi polaco	Libra esterlina	Leu rumano	Corona sueca	Franco suizo	Dólar esta- dounidense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	8,105	7,522	25,149	7,444	289,249	102,492	4,185	0,811	4,4593	8,704	1,205	1,285
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2014 I	8,358	7,650	27,442	7,462	307,932	140,798	4,184	0,828	4,5023	8,857	1,224	1,370
II	8,544	7,599	27,446	7,463	305,914	140,001	4,167	0,815	4,4256	9,052	1,219	1,371
III	8,173	7,623	27,619	7,452	312,242	137,749	4,175	0,794	4,4146	9,205	1,212	1,326
IV	7,682	7,665	27,630	7,442	308,527	142,754	4,211	0,789	4,4336	9,272	1,205	1,250
2014 Sep	7,921	7,624	27,599	7,445	313,197	138,390	4,190	0,791	4,4095	9,193	1,208	1,290
Oct	7,763	7,657	27,588	7,445	307,846	136,845	4,207	0,789	4,4153	9,180	1,208	1,267
Nov	7,641	7,670	27,667	7,442	306,888	145,029	4,212	0,791	4,4288	9,238	1,203	1,247
Dic	7,633	7,668	27,640	7,440	310,833	147,059	4,215	0,788	4,4583	9,404	1,203	1,233
2015 Ene	7,227	7,688	27,895	7,441	316,500	137,470	4,278	0,767	4,4874	9,417	1,094	1,162
Feb	7,096	7,711	27,608	7,450	306,884	134,686	4,176	0,741	4,4334	9,490	1,062	1,135
	<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2015 Feb	-1,8	0,3	-1,0	0,1	-3,0	-2,0	-2,4	-3,4	-1,2	0,8	-2,9	-2,3
	<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2015 Feb	-14,6	0,7	0,6	-0,2	-1,1	-3,3	0,0	-10,3	-1,3	7,0	-13,1	-16,9

2.10 Balanza de pagos de la zona del euro; cuenta financiera

(mm de euros, salvo indicación en contrario; saldos vivos a fin de período; transacciones durante el período)

	Total ¹⁾			Inversiones directas		Inversiones de cartera		Derivados financieros netos	Otras inversiones		Activos de reserva	Pro memoria: Deuda exterior bruta
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	<i>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</i>											
2013 IV	17.765,8	19.107,1	-1.341,3	7.229,4	5.550,2	5.659,0	9.051,8	-64,8	4.400,0	4.503,5	542,1	11.313,1
2014 I	18.191,9	19.456,3	-1.264,4	7.344,9	5.502,6	5.747,5	9.304,4	-49,4	4.578,4	4.649,4	570,6	11.535,4
II	18.708,6	19.747,6	-1.039,0	7.465,3	5.522,1	6.037,4	9.609,6	-43,5	4.666,5	4.615,9	583,1	11.638,9
III	19.457,8	20.391,7	-933,9	7.643,0	5.603,7	6.407,6	9.967,0	-77,1	4.887,3	4.820,9	597,0	11.959,0
	<i>saldos vivos en porcentaje del PIB</i>											
2014 III	194,0	203,3	-9,3	76,2	55,9	63,9	99,4	-0,8	48,7	48,1	6,0	119,2
	<i>Transacciones</i>											
2014 I	327,3	266,7	60,6	12,3	-8,7	72,7	125,3	5,5	234,2	150,1	2,5	-
II	212,5	132,8	79,7	-14,9	-13,8	157,1	200,2	16,1	53,7	-53,7	0,4	-
III	182,0	113,3	68,6	56,1	28,4	114,6	38,1	16,1	-3,5	46,8	-1,3	-
IV	9,2	-129,7	138,9	-2,8	-23,8	96,9	-37,5	5,6	-93,4	-68,4	2,9	-
2014 Jul	89,0	70,5	18,5	16,7	7,3	20,4	6,2	3,2	49,3	57,0	-0,7	-
Ago	33,0	34,0	-0,9	11,3	13,8	27,4	24,4	3,5	-10,4	-4,2	1,2	-
Sep	59,9	8,9	51,0	28,1	7,4	66,7	7,5	9,5	-42,4	-6,0	-1,9	-
Oct	-0,2	-36,3	36,0	10,0	9,1	16,3	-31,1	0,7	-28,2	-14,3	1,0	-
Nov	147,9	68,4	79,5	17,0	-11,5	45,9	34,5	3,4	80,8	45,4	0,8	-
Dic	-138,5	-161,8	23,3	-29,8	-21,4	34,7	-40,9	1,6	-146,0	-99,5	1,1	-
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>											
2014 Dic	730,9	383,1	347,8	50,8	-17,8	441,3	326,2	43,4	190,9	74,8	4,5	-
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>											
2014 Dic	7,3	3,8	3,5	0,5	-0,2	4,4	3,3	0,4	1,9	0,7	0,0	-

Fuente: BCE.

1) Los derivados financieros netos están incluidos en los activos totales.

3 ACTIVIDAD ECONÓMICA

3.1 PIB y componentes del gasto ¹⁾

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	PIB											
	Total	Demanda interna								Saldo exterior		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo			Variación de existencias	Total	Exportaciones	Importaciones	
	Total construcción				Total maquinaria	Productos de propiedad intelectual						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Precios corrientes (mm de euros)											
2011	9.799,5	9.661,0	5.512,0	2.052,0	2.029,8	1.066,0	604,5	350,1	67,1	138,5	4.098,1	3.959,6
2012	9.857,7	9.596,5	5.542,3	2.065,3	1.988,1	1.039,8	581,4	357,4	0,7	261,2	4.279,9	4.018,7
2013	9.939,4	9.598,5	5.566,7	2.096,0	1.948,6	1.009,2	569,3	359,7	-12,8	340,8	4.355,3	4.014,5
2013 IV	2.502,8	2.411,3	1.398,3	525,7	492,9	254,5	145,6	90,4	-5,6	91,4	1.102,2	1.010,8
2014 I	2.518,1	2.424,4	1.403,1	529,2	494,9	255,8	144,5	91,2	-2,9	93,7	1.102,9	1.009,2
II	2.523,9	2.427,8	1.409,5	530,6	491,7	251,2	145,3	91,8	-4,1	96,1	1.116,3	1.020,2
III	2.530,8	2.433,3	1.417,0	535,4	491,8	251,0	145,3	92,2	-10,8	97,5	1.131,1	1.033,6
	en porcentaje del PIB											
2011	100,0	98,6	56,2	20,9	20,7	10,9	6,2	3,6	0,7	1,4	-	-
2012	100,0	97,4	56,2	21,0	20,2	10,6	5,9	3,6	0,0	2,7	-	-
2013	100,0	96,6	56,0	21,1	19,6	10,2	5,7	3,6	-0,1	3,5	-	-
	Volúmenes encadenados (precios del año anterior)											
	tasas de variación intertrimestral											
2014 I	0,3	0,1	0,2	0,1	0,3	0,5	-0,2	0,6	-	-	0,4	0,0
II	0,1	0,0	0,3	0,3	-0,6	-1,7	0,6	0,2	-	-	1,4	1,3
III	0,2	0,2	0,5	0,3	-0,3	-0,6	-0,3	0,2	-	-	1,3	1,4
IV	0,3	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
	contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales											
2014 I	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-	-
II	0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	0,1	-	-
III	0,2	0,1	0,3	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-	-
IV	0,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

3.2 Valor añadido por ramas de actividad ¹⁾

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Valor añadido bruto (precios básicos)											Impuestos sobre los productos 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	Actividad inmobiliaria	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, sanidad y trabajo social	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
	Precios corrientes (mm de euros)											
2011	8.809,7	147,8	1.719,5	486,7	1.672,6	407,8	435,3	1.009,4	919,9	1.699,2	311,4	989,8
2012	8.863,7	152,2	1.726,7	474,0	1.681,4	410,7	439,7	1.014,9	928,5	1.718,2	317,3	994,0
2013	8.930,7	155,7	1.736,3	465,0	1.689,0	401,9	439,1	1.032,1	941,8	1.748,5	321,3	1.008,6
2013 IV	2.248,4	38,6	438,1	117,2	424,8	100,6	110,3	259,9	237,7	440,1	81,0	254,3
2014 I	2.262,5	38,5	438,2	118,3	427,0	100,6	113,0	262,0	238,9	444,3	81,4	255,8
II	2.264,7	37,9	439,7	116,3	427,6	100,3	114,1	263,3	240,0	444,0	81,4	259,1
III	2.271,7	36,7	440,2	116,1	430,0	100,0	113,8	264,0	241,9	446,8	82,2	258,8
	en porcentaje del valor añadido											
2011	100,0	1,7	19,5	5,5	19,0	4,6	4,9	11,5	10,4	19,3	3,5	-
2012	100,0	1,7	19,5	5,4	19,0	4,6	5,0	11,4	10,5	19,4	3,6	-
2013	100,0	1,7	19,5	5,2	18,9	4,5	4,9	11,5	10,5	19,6	3,6	-
	Volúmenes encadenados (precios del año anterior)											
	tasas de variación intertrimestral											
2013 IV	0,3	1,6	0,5	0,2	0,3	0,0	-0,1	0,3	-0,1	0,3	-0,3	0,2
2014 I	0,4	2,0	-0,1	0,7	0,7	-0,8	0,8	0,2	0,5	0,4	0,4	0,0
II	0,0	-0,6	0,2	-1,7	0,1	-0,3	-0,7	0,2	0,2	0,1	-0,4	1,0
III	0,2	0,7	0,1	-0,6	0,5	0,2	0,1	0,3	0,4	0,1	0,5	-0,4
	contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales											
2013 IV	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2014 I	0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	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	-
III	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los datos se refieren al Euro-19, excepto en las columnas 6 a 8 del cuadro 3.1, que se refieren al Euro-18.

3.3 Indicadores económicos a corto plazo

	Producción industrial ¹⁾						Producción de la construcción ¹⁾	Índice del BCE sobre nuevos pedidos industriales ¹⁾	Ventas del comercio al por menor				Matriculaciones de automóviles
	Total (excluida construcción)		Principales ramas de actividad						Total	Alimentación, bebidas, tabaco	No alimentación	Combustible	
	Manu- facturas	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Energía								
% del total en 2010	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Tasas de variación interanual													
2012	-2,5	-2,7	-4,5	-1,1	-2,5	-0,4	-5,0	-3,8	-1,6	-1,3	-1,5	-5,0	-11,0
2013	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-0,8	-2,8	-0,1	-0,8	-1,0	-0,6	-1,0	-4,4
2014	0,6	1,6	1,1	1,5	2,5	-5,4	2,2	3,2	1,3	0,3	2,4	0,3	3,7
2014 I	1,2	3,1	3,1	4,0	2,5	-9,3	6,7	4,3	0,9	-0,5	2,3	0,8	5,1
II	0,9	1,7	1,4	0,9	3,5	-5,2	3,8	3,9	1,4	1,1	2,0	-0,4	3,9
III	0,5	1,1	0,4	1,4	1,8	-3,5	-0,3	2,2	0,8	-0,3	2,0	-0,6	4,1
IV	-0,1	0,5	-0,6	0,0	2,3	-3,1	-0,7	2,5	2,1	0,7	3,3	1,4	1,6
2014 Ago	-0,6	0,0	0,1	-2,2	2,4	-3,0	1,5	0,9	1,5	-0,5	3,6	-0,3	4,1
Sep	0,1	0,7	-0,6	1,5	0,9	-3,2	-2,4	1,2	0,4	0,7	0,3	0,4	2,5
Oct	0,6	1,1	-0,7	1,4	3,1	-2,3	0,3	3,9	1,5	0,1	2,5	1,0	4,4
Nov	-0,8	0,1	-1,0	-1,2	3,0	-5,5	0,5	1,5	1,5	-0,3	3,2	0,2	0,4
Dic	-0,2	0,2	-0,2	-0,3	0,6	-1,7	-3,5	2,3	3,1	2,0	3,9	2,8	0,0
2015 Ene	.	.	.	.	.	.	.	.	3,7	2,2	5,0	6,1	11,0
Tasas de variación intermensual (d.)													
2014 Ago	-1,2	-1,4	-1,1	-3,3	0,2	1,1	0,6	-2,1	0,7	0,2	1,0	0,9	-0,1
Sep	0,5	0,5	-0,3	2,2	-0,9	0,3	-1,3	1,3	-0,9	0,4	-1,7	-0,2	-1,3
Oct	0,3	0,5	0,2	0,0	1,5	-1,1	1,0	0,9	0,6	-0,2	0,9	0,5	3,0
Nov	0,1	0,2	0,1	-0,3	0,7	-0,8	-0,5	-1,2	0,6	0,2	1,2	0,4	-2,5
Dic	0,0	0,0	1,1	0,2	-1,6	0,9	-0,8	2,5	0,4	0,2	0,2	1,9	5,4
2015 Ene	.	.	.	.	.	.	.	.	1,1	1,0	1,2	3,2	2,6

3.4 Empleo ¹⁾

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Por situación profesional			Por rama de actividad									
	Total	Asalariados	Autónomos	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manu- facturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Cons- truc- ción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comun- icaciones	Activida- des finan- cieras y de seguros	Activi- dad im- mobiliaria	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, sanidad y trabajo social	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personas ocupadas													
en porcentaje del total de personas ocupadas													
2011	100,0	85,0	15,0	3,5	15,4	6,7	24,9	2,7	2,7	1,0	12,5	23,7	6,9
2012	100,0	85,0	15,0	3,4	15,4	6,4	24,9	2,7	2,7	1,0	12,7	23,8	7,0
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,3	6,2	24,9	2,7	2,7	1,0	12,8	24,0	7,0
tasas de variación interanual													
2011	0,1	0,2	-0,1	-2,2	0,0	-3,6	0,5	1,2	-0,7	0,6	2,5	0,0	0,0
2012	-0,5	-0,5	-0,3	-1,4	-0,7	-4,5	-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	-4,4	-0,7	0,1	-1,1	-1,1	0,3	-0,2	-0,1
2013 IV	-0,4	-0,3	-0,8	0,4	-1,0	-3,1	-0,2	-0,1	-0,9	-0,4	0,7	0,1	-1,1
2014 I	0,0	0,2	-0,6	0,8	-0,7	-2,6	0,2	0,3	-0,9	0,7	1,0	0,5	0,1
II	0,4	0,7	-1,1	-0,5	0,2	-2,3	0,8	0,6	-1,2	0,3	1,9	0,5	0,4
III	0,6	0,9	-1,0	-0,7	0,3	-1,7	1,2	1,1	-1,1	0,0	1,8	0,4	1,0
Horas trabajadas													
en porcentaje del total de horas trabajadas													
2011	100,0	80,1	19,9	4,4	15,8	7,6	25,9	2,7	2,7	1,0	12,3	21,3	6,2
2012	100,0	80,0	20,0	4,4	15,7	7,2	25,8	2,8	2,8	1,0	12,4	21,6	6,3
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	6,9	25,8	2,8	2,8	1,0	12,5	21,7	6,3
tasas de variación interanual													
2011	0,3	0,4	-0,3	-2,2	0,8	-3,6	0,4	1,3	-0,2	0,4	2,6	0,3	0,1
2012	-1,6	-1,6	-1,3	-2,5	-2,0	-6,4	-1,9	0,4	-0,8	-1,1	-0,3	-0,5	-0,3
2013	-1,2	-1,2	-1,2	-0,8	-1,3	-5,1	-1,2	0,1	-1,5	-2,2	-0,4	-0,5	-0,6
2013 IV	-0,3	-0,3	-0,4	1,6	-0,2	-3,1	-0,4	0,7	-0,8	-1,7	0,3	-0,1	-1,1
2014 I	0,6	0,7	0,2	2,0	0,9	-1,3	0,6	0,6	-0,4	0,5	0,9	1,0	0,4
II	0,3	0,6	-1,3	0,0	0,2	-2,5	0,5	0,7	-1,6	-0,3	1,3	0,6	-0,2
III	0,5	0,9	-1,0	0,1	0,6	-2,1	1,1	1,1	-1,3	-0,7	1,4	0,3	0,4
Horas trabajadas por persona ocupada													
tasas de variación interanual													
2011	0,1	0,2	-0,3	-0,1	0,8	0,0	-0,1	0,1	0,5	-0,3	0,1	0,3	0,0
2012	-1,1	-1,1	-1,0	-1,1	-1,3	-2,0	-1,4	-0,4	-0,5	-1,1	-0,8	-0,3	-0,9
2013	-0,4	-0,5	-0,1	0,7	0,1	-0,8	-0,6	0,0	-0,3	-1,1	-0,6	-0,3	-0,5
2013 IV	0,1	0,0	0,4	1,3	0,8	0,0	-0,1	0,8	0,1	-1,4	-0,4	-0,2	0,0
2014 I	0,6	0,6	0,8	1,1	1,6	1,4	0,4	0,3	0,5	-0,3	-0,1	0,5	0,3
II	-0,2	-0,1	-0,2	0,5	0,1	-0,3	-0,2	0,1	-0,3	-0,6	-0,5	0,1	-0,6
III	-0,1	0,0	0,0	0,8	0,3	-0,4	-0,1	0,0	-0,2	-0,7	-0,4	-0,1	-0,5

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE, estadísticas experimentales del BCE (cuadro 3.3., col. 8) y Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles (cuadro 3.3, col. 13).

1) Los datos se refieren al Euro-19. Los datos de empleo se basan en el SEC 2010.

3.5 Población activa, desempleo y vacantes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Población activa, millones ¹⁾	Subempleo, % de población activa ¹⁾	Desempleo										Tasa de vacantes ²⁾	
			Total		Desempleo de larga duración, % de población activa	Por edad				Por sexo				
			Millones	% de población activa		Adultos		Jóvenes		Masculino		Femenino		
						Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones	% de población activa	Millones		% de población activa
% del total en 2013														
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2012	159,689	3,9	18,177	11,4	5,3	14,617	10,1	3,560	23,6	9,752	11,2	8,425	11,5	1,6
2013	159,668	4,3	19,206	12,0	5,9	15,612	10,7	3,593	24,3	10,292	11,9	8,914	12,1	1,5
2014	.	.	18,572	11,6	.	15,157	10,4	3,415	23,7	9,871	11,4	8,701	11,8	.
2014 I	159,224	4,4	18,844	11,8	6,3	15,345	10,5	3,498	24,1	10,091	11,7	8,753	11,9	1,7
II	159,538	4,4	18,594	11,6	6,0	15,179	10,4	3,414	23,7	9,904	11,5	8,690	11,8	1,6
III	159,973	4,2	18,509	11,5	5,8	15,118	10,3	3,390	23,6	9,782	11,3	8,727	11,8	1,6
IV	.	.	18,342	11,4	.	14,986	10,2	3,356	23,3	9,708	11,2	8,634	11,6	.
2014 Ago	-	-	18,468	11,5	-	15,082	10,3	3,385	23,6	9,741	11,3	8,727	11,8	-
Sep	-	-	18,455	11,5	-	15,078	10,3	3,377	23,4	9,770	11,3	8,684	11,7	-
Oct	-	-	18,419	11,5	-	15,049	10,3	3,370	23,4	9,767	11,3	8,652	11,7	-
Nov	-	-	18,408	11,4	-	15,025	10,3	3,383	23,4	9,733	11,2	8,675	11,7	-
Dic	-	-	18,199	11,3	-	14,883	10,2	3,316	23,1	9,623	11,1	8,576	11,6	-
2015 Ene	-	-	18,059	11,2	-	14,778	10,1	3,281	22,9	9,567	11,1	8,492	11,4	-

3.6 Encuestas de opinión

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos, salvo indicación en contrario)							Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)				
	Índice de sentimiento económico (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera		Índice de confianza de los consumidores	Índice de confianza de la construcción	Índice de confianza del comercio al por menor	Sector servicios		Índice PMI de las manufacturas	Producto de las manufacturas	Actividad comercial de los servicios	PMI compuesto de la actividad total
		Índice de confianza industrial	Utilización de la capacidad productiva (%)				Índice de confianza de los servicios	Utilización de la capacidad productiva (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-13	100,2	-6,1	80,7	-12,7	-13,9	-8,8	6,5	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2012	90,5	-11,7	78,5	-22,1	-27,7	-15,1	-6,8	86,6	46,2	46,3	47,6	47,2
2013	93,6	-9,3	78,3	-18,6	-29,4	-12,4	-6,1	86,9	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,3	-4,2	79,9	-10,0	-28,0	-3,9	3,8	87,4	51,8	53,3	52,5	52,7
2014 I	101,5	-3,5	79,8	-11,2	-28,6	-3,0	3,4	87,2	53,4	55,9	52,1	53,1
II	102,2	-3,6	79,7	-7,7	-30,3	-2,2	3,9	87,3	52,4	54,5	53,1	53,4
III	100,8	-4,8	80,0	-9,9	-27,8	-4,6	3,3	87,6	50,9	51,6	53,2	52,8
IV	100,7	-4,8	80,3	-11,2	-25,2	-5,8	4,8	87,7	50,4	51,2	51,7	51,5
2014 Sep	99,9	-5,5	-	-11,4	-27,4	-7,2	3,2	-	50,3	51,0	52,4	52,0
Oct	100,7	-5,0	80,0	-11,1	-24,4	-6,3	4,4	87,8	50,6	51,5	52,3	52,1
Nov	100,7	-4,3	-	-11,6	-26,1	-5,9	4,4	-	50,1	51,2	51,1	51,1
Dic	100,6	-5,2	-	-10,9	-25,2	-5,2	5,6	-	50,6	50,9	51,6	51,4
2015 Ene	101,4	-4,8	80,7	-8,5	-26,5	-3,6	4,8	87,5	51,0	52,1	52,7	52,6
Feb	102,1	-4,7	-	-6,7	-26,5	-2,1	4,5	-	51,0	52,1	53,7	53,3

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE, Comisión Europea (Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros) (cuadro 3.6, col. 1-8), Markit (cuadro 3.6, col. 9-12).

1) Sin desestacionalizar. Los datos se refieren al Euro-19.

2) La tasa de vacantes es igual al número de vacantes dividido por la suma de puestos de trabajos ocupados y el número de vacantes, expresado en porcentaje.

3.7 Resumen de indicadores de los hogares y la sociedades no financieras

(precios corrientes, salvo indicación en contrario; datos sin desestacionalizar)

	Hogares							Sociedades no financieras						
	Tasa de ahorro (bruta) ¹⁾	Ratio de endeudamiento	Renta disponible bruta real	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Patrimonio neto ²⁾	Riqueza inmobiliaria	Participación en los beneficios ³⁾	Tasa de ahorro (neta)	Ratio de endeudamiento ⁴⁾	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Financiación	
	Porcentaje de la renta disponible bruta (ajustada)		Tasas de variación interanual					Porcentaje del valor añadido neto		Porcentaje del PIB		Tasas de variación interanual		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2011	13,0	97,8	-0,1	1,9	1,7	1,8	1,1	33,4	3,5	.	3,2	9,9	2,0	
2012	12,9	97,4	-1,6	1,8	-3,7	0,3	-2,2	31,2	1,5	133,5	1,0	-4,8	0,8	
2013	13,1	96,1	-0,5	1,3	-3,9	0,0	-2,3	30,6	2,3	130,2	1,5	-3,1	0,7	
2013 IV	13,1	96,1	1,0	1,3	-4,4	0,4	-2,3	30,6	2,3	130,2	1,5	-0,1	0,7	
2014 I	13,1	95,5	0,5	1,4	3,3	1,9	-1,0	31,0	2,4	129,4	1,7	2,1	0,8	
II	13,0	95,5	0,4	1,5	0,0	2,9	-0,1	31,0	2,2	130,3	2,0	-0,5	1,0	
III	13,1	94,9	1,6	1,5	0,3	2,7	0,3	31,3	2,3	129,6	1,7	-0,9	0,9	

3.8 Balanza de pagos de la zona del euro, cuenta corriente y cuenta de capital

(mm de euros; datos desestacionalizados salvo indicación en contrario; transacciones)

	Cuenta corriente											Cuenta de capital ⁵⁾	
	Total			Bienes		Servicios		Renta primaria		Renta secundaria		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2014 I	817,6	758,6	59,0	476,7	424,1	168,9	144,3	150,4	132,3	21,6	57,9	9,3	3,4
II	829,0	771,1	57,8	484,8	426,7	170,7	150,9	152,1	132,6	21,4	61,0	7,5	3,4
III	829,0	762,9	66,1	488,5	424,0	170,7	154,0	147,3	132,3	22,5	52,6	6,5	2,4
IV	828,2	771,0	57,3	494,2	427,5	176,2	158,5	134,8	125,0	23,1	60,0	11,4	4,9
2014 Jul	274,1	256,6	17,5	161,8	142,2	57,7	52,2	47,4	43,2	7,2	19,0	2,6	0,9
Ago	265,9	248,1	17,8	154,5	134,9	55,9	50,5	47,9	44,7	7,5	17,9	2,3	0,8
Sep	289,1	258,3	30,8	172,2	146,9	57,1	51,3	52,0	44,4	7,8	15,6	1,7	0,8
Oct	277,7	258,1	19,6	164,0	145,7	58,7	52,8	47,2	41,9	7,8	17,7	2,8	1,1
Nov	272,8	253,0	19,9	161,0	140,8	59,3	51,4	44,7	39,7	7,8	21,1	3,4	1,2
Dic	277,7	259,9	17,8	169,2	141,0	58,2	54,3	42,9	43,3	7,5	21,2	5,2	2,6
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>												
2014 Dic	3.303,8	3.063,6	240,2	1.944,1	1.702,3	686,4	607,8	584,7	522,1	88,6	231,5	34,7	14,1
	<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>												
2014 Dic	32,9	30,5	2,4	19,4	17,0	6,8	6,1	5,8	5,2	0,9	2,3	0,3	0,1

3.9 Comercio exterior de bienes de la zona del euro ⁶⁾, en términos nominales y reales por grupos de productos ⁷⁾

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Expór-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	Petró- leo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
	<i>En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>												
2014 I	1,3	0,2	479,8	235,1	95,5	136,9	389,9	437,7	272,4	60,8	96,4	277,9	79,3
II	0,8	0,3	480,4	234,3	96,3	137,6	395,2	437,4	270,4	60,6	98,6	281,0	77,3
III	3,0	0,4	484,3	235,5	96,5	138,6	396,7	437,3	268,5	60,9	100,1	285,6	74,4
IV	4,3	-0,5	494,8	.	.	.	406,0	429,8	.	.	.	287,6	.
2014 Jul	2,9	1,0	160,7	78,2	32,1	46,5	131,4	147,6	91,3	20,5	33,4	96,3	25,6
Ago	-3,1	-4,3	158,4	77,6	30,6	44,9	129,6	142,8	87,4	19,5	33,0	91,8	24,4
Sep	8,6	4,2	165,2	79,6	33,8	47,1	135,7	146,9	89,8	20,9	33,7	97,4	24,4
Oct	4,1	-0,2	165,0	79,4	33,7	47,7	134,5	144,9	87,8	20,6	33,8	96,3	23,9
Nov	0,9	-2,2	165,8	77,9	33,4	48,1	136,1	144,2	86,3	20,2	33,5	95,2	22,4
Dic	8,1	1,0	164,0	.	.	.	135,4	140,7	.	.	.	96,2	.
	<i>En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>												
2014 I	1,6	2,6	114,8	113,3	114,6	117,0	114,2	100,7	101,1	98,1	99,6	101,8	94,7
II	0,8	2,4	114,8	113,2	114,3	117,5	115,6	101,7	101,8	98,4	102,4	103,5	93,2
III	1,2	2,0	114,4	112,6	114,1	116,2	114,5	101,2	101,1	98,7	101,9	103,6	91,1
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2014 Jul	1,2	2,3	114,3	112,5	114,3	117,3	114,2	102,9	102,6	103,3	102,5	106,2	91,2
Ago	-4,5	-2,7	112,4	111,2	108,5	113,6	112,3	99,3	99,1	94,1	100,6	99,8	90,1
Sep	6,5	6,0	116,7	114,0	119,5	117,0	117,0	101,5	101,7	98,6	102,5	104,9	92,0
Oct	2,3	0,8	116,5	113,7	118,9	119,4	115,6	100,4	100,6	96,1	101,3	102,5	95,4
Nov	-0,6	-1,1	117,2	111,8	117,1	120,9	116,5	101,3	100,8	96,8	99,7	101,8	96,5
Dic	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuentes: BCE y Eurostat.

- Basada en sumas acumuladas de cuatro trimestres del ahorro y de la renta disponible (ajustada por la variación de los derechos por pensiones).
- Activos financieros (netos de pasivos financieros) y activos no financieros. Los activos no financieros se componen principalmente de riqueza inmobiliaria (construcciones residenciales y terrenos). También incluyen los activos no financieros de las empresas no constituidas en sociedad clasificadas dentro del sector hogares.
- La participación en los beneficios utiliza la renta empresarial neta, que es prácticamente equivalente a los beneficios corrientes en contabilidad de empresas.
- Basada en el saldo vivo de los préstamos, valores representativos de deuda, créditos comerciales y pasivos de los sistemas de pensiones.
- La cuenta de capital no está desestacionalizada.
- Las diferencias entre la cuenta de bienes de la balanza de pagos del BCE (cuadro 3.8) y el comercio exterior de bienes de Eurostat (cuadro 3.9) se deben fundamentalmente a distintas definiciones.
- Grupos de productos clasificados según la Clasificación por destino económico de los bienes.

4 PRECIOS Y COSTES

4.1 Índice Armonizado de Precios de Consumo ¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior)							Pro memoria: Precios administrados	
	Índice: 2005 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	Total IAPC excluidos precios administrados	Precios administrados	
		Total excluidos alimentos y energía												
% del total en 2014	100,0	100,0	69,7	56,5	43,5	100,0	12,2	7,5	26,3	10,6	43,5	87,1	12,9	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2012	115,6	2,5	1,5	3,0	1,8	-	-	-	-	-	-	2,3	3,8	
2013	117,2	1,4	1,1	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1	
2014	117,7	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9	
2014 I	117,2	0,7	0,8	0,3	1,2	0,2	0,4	0,0	0,0	0,0	0,3	0,5	2,0	
II	118,2	0,6	0,8	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	0,8	-0,3	1,2	0,2	0,1	0,2	0,1	-0,4	0,4	0,2	1,6	
IV	117,8	0,2	0,7	-0,6	1,2	-0,2	0,0	0,5	-0,1	-3,0	0,2	-0,1	1,7	
2014 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	117,8	0,3	0,7	-0,4	1,2	-0,1	-0,1	0,1	0,0	-1,4	0,1	0,1	1,7	
Dic	117,7	-0,2	0,7	-1,2	1,2	-0,3	0,1	-0,4	0,0	-3,3	0,0	-0,4	1,6	
2015 Ene	115,8	-0,6	0,6	-1,8	1,0	-0,4	0,0	0,0	0,0	-3,2	-0,1	-0,9	1,2	
Feb ²⁾	116,5	-0,3	0,6	.	1,1	.	.	.	.	1,6	.	.	.

	Bienes					Servicios						
	Alimentos (incluidas bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales		Vivienda	Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios		
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	Bienes industriales no energéticos						Energía	Alquileres
% del total en 2014	19,7	12,2	7,5	36,9	26,3	10,6	10,7	6,4	7,3	3,1	14,8	7,5
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
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
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3
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
IV	0,3	0,7	-0,3	-1,1	-0,1	-3,6	1,6	1,4	1,6	-2,6	1,4	1,4
2014 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	0,5	0,6	0,2	-0,8	-0,1	-2,6	1,6	1,4	1,4	-2,5	1,3	1,4
Dic	0,0	0,5	-1,0	-1,8	0,0	-6,3	1,5	1,4	1,9	-2,6	1,4	1,4
2015 Ene	-0,1	0,4	-0,8	-2,8	-0,1	-9,3	1,4	1,4	1,4	-2,1	1,2	1,0
Feb ²⁾	0,5	0,5	0,5	.	-0,2	-7,9	.	.	.	.	.	.

4.2 Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales excluida la construcción									Energía	Cons- trucción ³⁾	Precios de los inmuebles residenciales ^{3,4)}	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales ^{3,4)}		
	Total (índice: 2010 = 100)	Total		Industria excluidas construcción y energía					Total					Alimentación, bebidas y tabaco	No ali- men- tación
		Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo									
% del total en 2010	100,0	100,0	78,0	72,1	29,3	20,0	22,7	13,8	8,9						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
2012	108,7	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	3,6	0,9	6,6	1,7	-1,7	0,4		
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,7	0,3	-1,6	0,6	-2,0	-1,3		
2014	107,0	-1,4	-0,8	-0,2	-1,1	0,4	0,4	-0,8	0,4	-4,4	.	.	.		
2014 I	107,7	-1,5	-1,0	-0,4	-1,8	0,3	0,9	-0,4	0,3	-4,1	0,2	-0,6	.		
II	107,2	-1,0	-0,3	-0,1	-1,2	0,3	0,9	-0,3	0,5	-3,1	0,2	0,1	.		
III	106,9	-1,4	-0,5	0,0	-0,6	0,5	0,2	-1,0	0,4	-4,5	0,4	0,5	.		
IV	106,1	-1,8	-1,5	-0,2	-0,7	0,6	-0,3	-1,6	0,4	-5,8	.	.	.		
2014 Ago	106,7	-1,4	-0,6	-0,1	-0,6	0,4	0,3	-1,0	0,4	-5,0	-	-	-		
Sep	106,9	-1,4	-0,7	0,0	-0,5	0,6	-0,1	-1,4	0,3	-4,6	-	-	-		
Oct	106,6	-1,3	-0,8	-0,1	-0,4	0,6	-0,3	-1,5	0,4	-4,1	-	-	-		
Nov	106,3	-1,5	-1,2	-0,1	-0,5	0,6	-0,3	-1,5	0,3	-4,9	-	-	-		
Dic	105,3	-2,6	-2,4	-0,4	-1,0	0,6	-0,4	-1,7	0,3	-8,3	-	-	-		
2015 Ene	104,3	-3,4	-3,4	-0,7	-1,6	0,7	-0,9	-1,8	0,1	-10,2	-	-	-		

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE, cálculos del BCE basados en datos de IPD y fuentes nacionales (cuadro 4.2, col. 13).

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.
- 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.
- Los datos se refieren al Euro-19.
- Datos experimentales basados en fuentes no armonizadas (véase <http://ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html> para más información).

4.3 Precios de las materias primas y deflatores del PIB

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

% del total	Deflatores del PIB ¹⁾								Precios del petróleo (EUR por barril)	Precios de las materias primas no energéticas (EUR)					
	Total (d.; índice: 2010 = 100)	Total	Demanda interna				Exportaciones ²⁾	Importaciones ³⁾		Ponderados por las importaciones ³⁾			Ponderados por el destino ³⁾		
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Total	Alimentación	No alimentación	Total	Alimentación	No alimentación
	1	2	3	4	5	6	7	8		9	10	11	12	13	14	15
2012	102,4	1,3	1,6	1,9	0,8	1,4	1,9	2,5	86,6	-4,9	0,7	-7,6	-1,2	6,5	-6,9
2013	103,8	1,3	0,9	1,1	1,3	0,4	-0,3	-1,3	81,7	-7,6	-12,0	-5,3	-6,9	-8,2	-5,8
2014	.	.	.	.	.	.	.	.	74,5	-6,4	-0,7	-9,1	-3,0	1,3	-6,6
2014 I	104,4	1,0	0,8	0,7	0,7	0,2	-1,0	-1,6	78,6	-12,3	-7,2	-14,7	-10,2	-5,2	-14,1
II	104,5	0,8	0,7	0,8	0,5	0,3	-0,8	-1,0	79,9	-5,8	-0,4	-8,6	-3,4	1,1	-7,4
III	104,7	0,8	0,7	0,6	0,9	0,4	-0,6	-0,9	78,0	-4,3	-1,1	-5,8	-1,0	0,4	-2,1
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	61,5	-2,4	6,7	-6,6	3,2	9,6	-2,0
2014 Sep	.	.	.	.	.	.	.	.	76,4	-4,3	0,0	-6,4	-0,5	1,4	-2,0
Oct	.	.	.	.	.	.	.	.	69,5	-2,3	4,4	-5,5	1,4	4,8	-1,4
Nov	.	.	.	.	.	.	.	.	64,1	-2,6	6,6	-6,9	3,4	9,8	-1,9
Dic	.	.	.	.	.	.	.	.	51,3	-2,2	9,0	-7,5	5,0	14,2	-2,6
2015 Ene	.	.	.	.	.	.	.	.	42,8	1,7	14,3	-4,3	7,8	17,2	0,0
Feb	.	.	.	.	.	.	.	.	52,0	.	.	-2,1	.	.	2,2

4.4 Encuestas de opinión relacionadas con precios

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos en porcentaje)					Encuestas a los directores de compras (índices de difusión)			
	Expectativas de precios de venta (para los tres próximos meses)				Tendencias de los precios de consumo en los 12 meses anteriores	Precios de los consumos intermedios		Precios cobrados	
	Manufacturas	Comercio al por menor	Servicios	Construcción		Manufacturas	Servicios	Manufacturas	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-13	4,8	-	-	-1,8	34,0	57,7	56,7	-	49,9
2012	2,7	8,1	1,9	-12,4	38,6	52,7	55,1	49,9	47,9
2013	-0,4	2,0	-1,7	-17,1	29,8	48,5	53,8	49,4	47,8
2014	-0,8	-0,9	0,8	-17,7	14,3	49,6	53,5	49,7	48,2
2014 I	0,5	1,9	0,2	-18,0	22,8	49,8	53,8	50,2	48,7
II	-0,9	-0,5	0,1	-20,0	14,9	48,7	53,9	50,0	48,7
III	-0,7	-1,3	0,2	-17,0	11,7	51,2	53,7	49,8	48,4
IV	-2,1	-3,8	2,6	-15,6	7,9	48,7	52,6	49,0	47,1
2014 Sep	-1,9	-4,2	-0,6	-16,9	7,1	49,2	52,8	48,9	48,4
Oct	0,4	-5,6	1,6	-16,8	8,5	49,0	53,1	49,0	46,4
Nov	-1,5	-3,0	3,3	-14,9	8,9	49,0	52,7	48,8	47,1
Dic	-5,1	-2,9	2,8	-15,2	6,4	48,1	52,0	49,1	47,7
2015 Ene	-5,9	-3,1	-0,8	-17,0	-0,1	42,0	50,9	48,1	46,5
Feb	-5,5	0,5	1,6	-18,0	-3,4	44,7	52,4	48,6	47,6

Fuentes: Comisión Europea (Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros) y Thomson Reuters (cuadro 4.3, col. 9).

1) Los datos se refieren al Euro-19.

2) Los deflatores de las exportaciones y de las importaciones se refieren a los bienes y servicios e incluyen el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro.

3) Ponderados por las importaciones: ponderados en función de la media de la estructura de las importaciones en el período 2004-2006; ponderados por el uso: ponderados en función de la media de la estructura de la demanda interna en el período 2004-2006.

4.5 Costes laborales unitarios, remuneración por factor trabajo y productividad del trabajo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario; datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Total (índice: 2010 = 100)	Total	Por rama de actividad									
			Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera, agua, gas y electricidad y otras energías	Cons- trucción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Actividades financieras y de seguros	Activi- dad inmo- biliaria	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, sanidad y trabajo social	Actividades artísticas, de entre- tenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costes laborales unitarios												
2011	100,6	0,6	0,4	-0,1	2,2	0,0	-1,4	0,3	0,9	3,1	0,6	1,1
2012	102,5	1,9	3,4	2,1	2,7	2,6	0,2	-0,4	2,0	3,5	0,5	2,4
2013	103,9	1,4	-2,4	2,1	0,4	1,5	1,9	2,5	-2,5	1,1	1,6	2,3
2013 IV	104,2	1,2	-4,0	0,3	-0,1	0,8	1,8	3,3	-2,6	0,6	2,7	2,0
2014 I	104,5	0,8	-3,8	1,0	-0,5	0,3	3,8	0,5	0,3	1,2	0,9	0,8
II	104,8	1,0	-3,2	1,7	0,1	0,4	3,6	0,6	0,2	2,2	0,8	1,6
III	105,2	1,1	-2,7	1,5	0,7	0,6	3,7	0,5	0,5	2,4	0,9	1,4
Remuneración por asalariado												
2011	102,1	2,1	3,5	2,9	3,1	1,7	2,4	2,2	2,0	2,9	1,3	1,4
2012	103,8	1,7	1,7	2,2	2,5	1,7	1,9	1,0	1,9	2,4	0,9	2,3
2013	105,6	1,7	1,2	2,7	1,5	1,5	1,1	2,4	-0,5	0,9	1,8	1,7
2013 IV	106,4	2,0	-0,1	2,5	2,0	1,3	1,1	2,8	-1,2	0,8	2,8	2,5
2014 I	106,9	1,8	-0,1	2,7	3,3	1,8	2,7	1,1	0,6	1,6	1,5	1,5
II	107,0	1,4	0,7	2,1	1,9	1,2	1,8	2,0	0,9	1,3	1,3	1,2
III	107,4	1,3	1,7	1,9	1,1	1,0	1,8	1,7	1,6	1,7	1,3	0,7
Productividad del trabajo por persona ocupada												
2011	101,5	1,5	3,0	3,0	0,8	1,7	3,8	1,9	1,2	-0,2	0,7	0,3
2012	101,3	-0,2	-1,6	0,2	-0,2	-0,9	1,7	1,4	-0,1	-1,1	0,4	-0,2
2013	101,6	0,3	3,7	0,6	1,1	-0,1	-0,8	-0,1	2,0	-0,1	0,2	-0,6
2013 IV	102,1	0,8	4,1	2,1	2,1	0,6	-0,6	-0,5	1,4	0,2	0,1	0,4
2014 I	102,3	1,0	3,9	1,7	3,8	1,4	-1,1	0,5	0,2	0,4	0,5	0,7
II	102,1	0,4	4,1	0,4	1,8	0,8	-1,7	1,4	0,7	-0,8	0,4	-0,4
III	102,0	0,2	4,5	0,4	0,4	0,4	-1,9	1,1	1,0	-0,7	0,4	-0,7
Remuneración por hora trabajada												
2011	101,8	1,8	2,5	1,9	3,3	1,6	2,2	1,6	2,3	2,7	1,1	1,4
2012	104,7	2,8	3,6	3,7	4,8	3,4	2,4	1,5	2,1	3,1	1,2	3,3
2013	107,0	2,2	1,4	2,5	2,6	2,1	1,1	2,8	0,8	1,8	2,1	2,1
2013 IV	107,7	2,0	-0,5	1,6	2,0	1,6	0,6	2,8	0,7	1,2	3,0	2,4
2014 I	108,0	1,2	-0,6	1,0	1,9	1,5	2,2	0,7	0,9	1,7	1,0	1,0
II	108,4	1,5	1,6	1,9	2,2	1,4	1,9	2,4	2,1	1,4	1,1	1,5
III	108,7	1,3	2,2	1,5	1,3	1,1	1,5	1,9	1,6	1,5	1,3	1,0
Productividad del trabajo por hora												
2011	101,4	1,4	3,1	2,2	0,8	1,8	3,8	1,4	1,4	-0,3	0,4	0,3
2012	102,3	0,9	-0,6	1,5	1,8	0,5	2,2	1,9	1,0	-0,3	0,7	0,7
2013	103,0	0,7	3,0	0,6	1,9	0,5	-0,8	0,2	3,1	0,5	0,5	-0,1
2013 IV	103,3	0,7	2,8	1,3	2,1	0,7	-1,4	-0,6	2,8	0,6	0,3	0,4
2014 I	103,4	0,4	2,7	0,1	2,4	1,1	-1,4	0,0	0,5	0,5	0,0	0,4
II	103,6	0,6	3,5	0,4	2,1	1,0	-1,7	1,7	1,3	-0,3	0,3	0,2
III	103,4	0,3	3,6	0,1	0,8	0,5	-2,0	1,4	1,7	-0,3	0,5	-0,2

4.6 Índices de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total (índice: 2008 = 100)	Total	Por componentes		Por algunas ramas de actividad		Pro memoria: indicador de salarios negociados ²⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Economía de mercado	Principalmente economía de no mercado	
% del total en 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	58,6	
	1	2	3	4	5	6	7
2012	108,9	2,0	2,0	2,0	2,4	1,2	2,2
2013	110,3	1,3	1,5	0,8	1,2	1,6	1,8
2014	.	.	.	.	.	.	1,8
2014 I	103,7	0,7	1,1	-0,6	0,7	0,5	1,9
II	115,7	1,4	1,4	1,3	1,6	1,1	1,8
III	108,6	1,3	1,4	1,2	1,2	1,5	1,7
IV	.	.	.	.	.	.	1,7

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los datos se refieren al Euro-19.

2) Datos experimentales basados en fuentes no armonizadas (véase <http://ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html> para más información).

5 DINERO Y CRÉDITO

5.1 Agregados monetarios ¹⁾

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				Cesiones temporales	Participaciones en fondos del mercado monetario	Valores representativos de deuda hasta 2 años			
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Saldos vivos											
2012	863,4	4.244,0	5.107,5	1.803,3	2.081,5	3.884,8	8.992,3	125,0	483,1	180,6	788,7	9.780,9
2013	908,8	4.482,6	5.391,4	1.691,2	2.123,2	3.814,4	9.205,8	120,0	417,7	86,5	624,3	9.830,0
2014	967,3	4.948,5	5.915,9	1.602,0	2.129,7	3.731,7	9.647,6	122,2	430,4	130,0	682,6	10.330,2
2014 I	924,8	4.563,3	5.488,0	1.667,7	2.125,3	3.793,1	9.281,1	117,1	403,2	84,8	605,1	9.886,2
II	931,5	4.627,3	5.558,9	1.671,1	2.131,2	3.802,3	9.361,2	129,7	396,9	75,8	602,4	9.963,6
III	948,2	4.745,2	5.693,4	1.647,5	2.136,6	3.784,1	9.477,5	122,4	419,1	68,8	610,4	10.087,8
IV	967,3	4.948,5	5.915,9	1.602,0	2.129,7	3.731,7	9.647,6	122,2	430,4	130,0	682,6	10.330,2
2014 Ago	943,3	4.713,3	5.656,6	1.658,2	2.134,2	3.792,3	9.448,9	128,5	404,1	74,1	606,7	10.055,6
Sep	948,2	4.745,2	5.693,4	1.647,5	2.136,6	3.784,1	9.477,5	122,4	419,1	68,8	610,4	10.087,8
Oct	949,5	4.794,0	5.743,5	1.625,7	2.132,5	3.758,2	9.501,7	130,3	432,4	67,0	629,7	10.131,4
Nov	956,5	4.858,0	5.814,5	1.619,3	2.138,4	3.757,7	9.572,2	128,2	434,6	71,6	634,4	10.206,7
Dic	967,3	4.948,5	5.915,9	1.602,0	2.129,7	3.731,7	9.647,6	122,2	430,4	130,0	682,6	10.330,2
2015 Ene ^(p)	984,8	5.057,5	6.042,3	1.579,2	2.121,7	3.700,9	9.743,3	120,5	438,6	136,1	695,1	10.438,4
	Operaciones											
2012	20,0	289,5	309,5	-36,0	114,9	78,9	388,5	-16,9	-20,2	-18,5	-55,7	332,8
2013	45,3	245,8	291,1	-111,1	43,9	-67,2	223,9	-12,0	-48,8	-62,8	-123,6	100,3
2014	58,0	370,0	427,9	-96,0	3,7	-92,4	335,6	0,8	7,2	26,2	34,2	369,7
2014 I	15,4	73,4	88,8	-26,2	1,7	-24,5	64,3	-3,0	-6,9	-1,3	-11,2	53,1
II	6,7	61,7	68,5	2,3	5,8	8,1	76,6	12,4	-6,0	-5,8	0,5	77,1
III	16,7	109,1	125,7	-27,1	5,1	-22,0	103,8	-8,1	8,9	2,8	3,5	107,3
IV	19,1	125,8	144,9	-45,0	-9,0	-54,0	90,9	-0,5	11,3	30,5	41,3	132,2
2014 Ago	7,0	42,0	48,9	-12,0	2,4	-9,6	39,3	-0,2	-4,8	4,0	-1,0	38,3
Sep	4,9	25,4	30,3	-12,4	2,3	-10,1	20,2	-6,6	1,5	4,3	-0,8	19,4
Oct	1,3	48,3	49,6	-21,3	-4,5	-25,8	23,8	7,9	13,4	-2,0	19,3	43,0
Nov	7,0	64,2	71,3	-6,2	5,9	-0,4	70,9	-2,1	2,3	4,4	4,6	75,5
Dic	10,8	13,3	24,1	-17,4	-10,3	-27,8	-3,7	-6,4	-4,4	28,1	17,4	13,7
2015 Ene ^(p)	16,4	83,8	100,1	-33,7	-7,4	-41,1	59,0	-2,4	6,6	10,0	14,2	73,2
	Tasas de crecimiento											
2012	2,4	7,3	6,4	-1,9	5,9	2,1	4,5	-11,6	-3,9	-9,9	-6,6	3,5
2013	5,2	5,8	5,7	-6,2	2,1	-1,7	2,5	-9,5	-10,4	-37,8	-16,2	1,0
2014	6,4	8,2	7,9	-5,7	0,2	-2,4	3,6	0,6	1,6	37,5	5,5	3,8
2014 I	6,5	5,5	5,6	-6,5	1,1	-2,4	2,2	-9,9	-10,3	-27,6	-13,5	1,0
II	5,6	5,4	5,4	-4,6	0,5	-1,8	2,4	5,1	-8,2	-25,8	-8,8	1,6
III	6,0	6,2	6,2	-3,9	0,3	-1,5	3,0	9,7	-2,0	-25,4	-4,4	2,5
IV	6,4	8,2	7,9	-5,7	0,2	-2,4	3,6	0,6	1,6	37,5	5,5	3,8
2014 Ago	5,8	5,9	5,8	-4,2	0,4	-1,7	2,7	5,8	-5,3	-25,7	-6,7	2,0
Sep	6,0	6,2	6,2	-3,9	0,3	-1,5	3,0	9,7	-2,0	-25,4	-4,4	2,5
Oct	5,6	6,3	6,2	-4,9	0,2	-2,1	2,7	9,9	1,0	-21,8	-1,1	2,5
Nov	5,9	7,1	6,9	-4,5	0,4	-1,8	3,3	6,8	2,6	-16,1	0,2	3,1
Dic	6,4	8,2	7,9	-5,7	0,2	-2,4	3,6	0,6	1,6	37,5	5,5	3,8
2015 Ene ^(p)	7,7	9,2	9,0	-6,8	-0,1	-3,1	4,0	-3,9	0,1	44,3	4,6	4,1

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

5.2 Depósitos en M3 ¹⁾

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

	Sociedades no financieras ²⁾					Hogares ³⁾					Instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otras AAPP ⁴⁾
	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2012	1.618,7	1.112,8	406,9	88,1	10,8	5.308,6	2.360,4	977,3	1.960,3	10,5	811,2	209,1	306,3
2013	1.710,6	1.198,6	400,8	94,7	16,5	5.414,0	2.542,6	875,7	1.991,2	4,5	801,0	192,8	298,6
2014	1.817,6	1.332,9	368,7	96,5	19,5	5.558,7	2.754,8	810,9	1.990,1	2,8	881,3	217,9	326,9
2014 I	1.732,1	1.223,8	398,2	95,2	15,0	5.442,6	2.583,8	864,5	1.988,6	5,7	779,8	205,7	313,3
II	1.751,9	1.244,6	394,7	97,3	15,3	5.481,4	2.623,1	859,8	1.994,0	4,5	801,1	210,3	314,6
III	1.789,5	1.283,8	391,1	99,2	15,4	5.531,9	2.686,9	845,1	1.995,1	4,9	794,8	208,4	327,1
IV	1.817,6	1.332,9	368,7	96,5	19,5	5.558,7	2.754,8	810,9	1.990,1	2,8	881,3	217,9	326,9
2014 Ago	1.778,9	1.270,2	394,8	98,5	15,4	5.513,4	2.664,4	850,0	1.994,2	4,9	800,9	216,7	324,2
Sep	1.789,5	1.283,8	391,1	99,2	15,4	5.531,9	2.686,9	845,1	1.995,1	4,9	794,8	208,4	327,1
Oct	1.790,5	1.297,4	379,3	100,3	13,5	5.531,9	2.700,0	836,4	1.990,8	4,7	827,4	211,0	321,7
Nov	1.816,1	1.320,0	382,1	100,9	13,1	5.552,5	2.730,6	827,2	1.990,1	4,8	839,4	211,3	324,5
Dic	1.817,6	1.332,9	368,7	96,5	19,5	5.558,7	2.754,8	810,9	1.990,1	2,8	881,3	217,9	326,9
2015 Ene ⁴⁾	1.854,3	1.379,5	366,8	96,6	11,4	5.567,6	2.787,7	795,4	1.980,1	4,4	884,3	227,5	345,2
Operaciones													
2012	72,2	99,4	-33,2	10,0	-4,0	222,8	99,4	35,6	100,2	-12,5	16,5	15,0	25,0
2013	97,9	90,4	-6,0	7,7	5,8	108,7	183,7	-100,1	31,1	-6,0	-17,4	-14,2	-8,5
2014	68,6	90,3	-25,5	1,2	2,5	142,3	210,5	-65,4	-1,2	-1,7	44,5	5,5	17,6
2014 I	17,2	21,6	-3,3	0,4	-1,5	25,5	39,1	-11,8	-2,9	1,1	-22,2	12,3	13,1
II	14,8	18,7	-4,3	0,3	0,2	41,4	40,4	-4,9	7,1	-1,2	20,5	4,6	0,9
III	29,6	33,6	-5,7	1,9	-0,2	47,3	61,9	-16,0	1,0	0,4	-8,3	-2,3	12,6
IV	7,0	16,4	-12,1	-1,4	4,0	27,9	69,1	-32,8	-6,4	-2,0	54,4	-9,0	-9,0
2014 Ago	12,7	12,9	-2,1	0,3	1,6	17,5	21,7	-5,7	1,6	-0,1	-5,0	1,1	5,9
Sep	6,4	10,8	-4,8	0,7	-0,3	16,6	21,5	-5,7	0,9	0,0	-8,9	-8,5	3,1
Oct	0,9	13,4	-11,6	1,0	-1,9	-0,1	13,1	-8,6	-4,3	-0,2	32,4	2,6	-5,5
Nov	25,8	22,9	2,8	0,5	-0,4	20,9	30,7	-9,2	-0,7	0,1	12,4	0,3	2,4
Dic	-19,7	-19,9	-3,3	-2,8	6,3	7,1	25,3	-14,9	-1,4	-1,9	9,6	-11,9	-6,0
2015 Ene ⁴⁾	24,1	36,3	-3,9	0,0	-8,3	-3,6	25,0	-20,9	-9,3	1,6	-6,6	8,8	17,6
Tasas de crecimiento													
2012	4,7	9,8	-7,5	13,2	-25,2	4,4	4,4	3,8	5,4	-54,2	2,1	7,8	9,1
2013	6,1	8,1	-1,5	8,8	54,6	2,0	7,8	-10,3	1,6	-57,0	-2,2	-6,9	-2,8
2014	4,0	7,5	-6,3	1,2	14,5	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-37,2	5,4	3,0	5,9
2014 I	5,7	8,0	-1,3	5,6	24,0	1,6	7,2	-10,0	0,6	-31,0	-5,7	-4,3	2,3
II	6,2	8,3	-0,6	4,9	40,5	2,0	7,3	-8,1	0,3	-30,3	-4,4	1,7	-0,3
III	6,0	8,6	-2,1	3,4	47,4	2,2	7,3	-7,0	0,1	-20,8	-0,9	2,3	3,3
IV	4,0	7,5	-6,3	1,2	14,5	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-37,2	5,4	3,0	5,9
2014 Ago	6,0	8,4	-1,4	3,4	33,2	2,0	7,0	-7,4	0,2	-23,3	-3,2	5,5	2,6
Sep	6,0	8,6	-2,1	3,4	47,4	2,2	7,3	-7,0	0,1	-20,8	-0,9	2,3	3,3
Oct	4,9	8,5	-5,5	2,8	12,0	2,1	6,9	-6,8	0,1	-18,5	0,4	3,4	2,2
Nov	5,2	8,8	-5,3	3,3	17,4	2,4	7,5	-7,1	0,2	-14,7	3,5	4,0	1,1
Dic	4,0	7,5	-6,3	1,2	14,5	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-37,2	5,4	3,0	5,9
2015 Ene ⁴⁾	4,7	9,8	-8,0	1,5	-34,7	2,5	8,6	-9,2	-0,2	-8,7	6,1	0,2	9,2

Fuente: BCE.

- Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.
- De conformidad con el SEC 2010, en diciembre de 2014, las sociedades holding de grupos no financieros se reclasificaron del sector de sociedades no financieras al de instituciones financieras. En las estadísticas del balance de las IFM, estas entidades se incluyen en el sector de instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones.
- Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.
- Corresponde al sector de AAPP, excluida la Administración central.

5.3 Crédito a residentes en la zona del euro ¹⁾

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

	Crédito a las AAPP			Crédito a otros residentes en la zona del euro								
	Total	Préstamos	Valores representativos de deuda	Total	Préstamos					Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión no monetarios	
					Total	A sociedades no financieras ³⁾	A hogares ⁴⁾	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ⁵⁾	A empresas de seguros y fondos de pensiones			
												Ajustado de ventas y titulaciones de préstamos ²⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2012	3.410,8	1.169,3	2.241,5	13.069,5	10.860,0	-	4.544,6	5.242,3	984,3	89,0	1.435,9	773,6
2013	3.407,5	1.096,3	2.311,2	12.709,4	10.546,4	-	4.354,1	5.221,4	872,6	98,3	1.363,9	799,1
2014	3.602,2	1.129,9	2.472,3	12.582,1	10.515,6	-	4.284,2	5.200,0	903,3	128,1	1.291,3	775,2
2014 I	3.454,0	1.113,0	2.341,0	12.661,6	10.531,2	-	4.337,6	5.232,2	860,6	100,7	1.329,9	800,5
II	3.447,9	1.101,7	2.346,2	12.588,1	10.464,7	-	4.306,3	5.191,0	868,5	99,0	1.317,3	806,1
III	3.508,9	1.102,3	2.406,7	12.561,6	10.444,7	-	4.288,1	5.194,6	858,7	103,3	1.307,0	809,8
IV	3.602,2	1.129,9	2.472,3	12.582,1	10.515,6	-	4.284,2	5.200,0	903,3	128,1	1.291,3	775,2
2014 Ago	3.500,5	1.105,4	2.395,0	12.560,7	10.435,0	-	4.290,6	5.191,5	855,1	97,8	1.314,4	811,3
Sep	3.508,9	1.102,3	2.406,7	12.561,6	10.444,7	-	4.288,1	5.194,6	858,7	103,3	1.307,0	809,8
Oct	3.523,4	1.097,3	2.426,2	12.543,8	10.431,5	-	4.277,4	5.197,3	853,9	102,9	1.301,0	811,3
Nov	3.538,3	1.108,8	2.429,4	12.533,4	10.431,0	-	4.271,4	5.194,8	857,5	107,4	1.291,8	810,5
Dic	3.602,2	1.129,9	2.472,3	12.582,1	10.515,6	-	4.284,2	5.200,0	903,3	128,1	1.291,3	775,2
2015 Ene ⁶⁾	3.648,6	1.149,8	2.498,8	12.654,8	10.584,7	-	4.299,6	5.222,6	923,7	138,9	1.294,2	775,9
Operaciones												
2012	185,0	-4,0	189,0	-100,6	-69,1	-13,4	-107,6	26,0	14,5	-2,0	-69,9	38,5
2013	-24,4	-73,6	49,2	-304,5	-247,4	-221,2	-132,8	-3,5	-120,7	9,6	-71,7	14,6
2014	66,3	16,1	50,2	-87,1	-51,4	17,7	-59,4	-14,7	11,2	11,6	-71,2	35,5
2014 I	13,0	15,2	-2,2	-40,3	-16,2	-13,4	-25,9	7,1	0,1	2,5	-26,8	2,7
II	-27,6	-10,3	-17,3	-50,1	-47,4	9,2	-18,7	-35,4	8,5	-1,7	-12,4	9,7
III	41,1	-1,4	42,5	-19,0	-10,6	-10,9	-18,6	8,2	-4,4	4,2	-14,1	5,7
IV	39,7	12,6	27,1	22,3	22,8	32,9	3,8	5,4	7,0	6,6	-17,9	17,4
2014 Ago	20,5	-1,4	21,9	-10,5	-3,0	-2,4	-3,5	3,2	1,6	-4,3	-7,3	-0,2
Sep	5,5	-3,5	9,0	-5,0	7,4	7,8	-3,7	3,8	1,9	5,5	-10,0	-2,5
Oct	18,7	-6,3	25,0	-6,1	-3,7	-1,5	-2,5	4,2	-5,0	-0,4	-7,0	4,6
Nov	4,6	11,2	-6,6	-13,8	2,6	10,0	-4,0	-1,3	3,4	4,5	-10,7	-5,7
Dic	16,4	7,7	8,7	42,1	23,9	24,5	10,3	2,5	8,6	2,5	-0,2	18,4
2015 Ene ⁶⁾	33,0	13,8	19,3	16,2	22,9	24,4	-4,2	4,3	12,3	10,5	3,5	-10,2
Tasas de crecimiento												
2012	5,8	-0,3	9,5	-0,8	-0,6	-0,1	-2,3	0,5	1,5	-2,2	-4,6	5,2
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,0	-2,9	-0,1	-12,2	10,8	-5,0	1,9
2014	1,9	1,5	2,1	-0,7	-0,5	0,2	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-5,2	4,4
2014 I	-0,9	-3,1	0,2	-2,5	-2,2	-2,0	-3,1	-0,1	-10,8	9,0	-6,7	1,0
II	-2,5	-1,5	-3,0	-2,2	-1,8	-1,1	-2,3	-0,6	-5,9	4,8	-7,5	0,5
III	-0,5	-0,7	-0,4	-1,9	-1,2	-0,6	-2,0	-0,5	-2,6	8,5	-8,6	1,7
IV	1,9	1,5	2,1	-0,7	-0,5	0,2	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-5,2	4,4
2014 Ago	-1,2	-0,7	-1,4	-1,9	-1,5	-0,9	-2,2	-0,5	-3,8	0,3	-7,9	2,6
Sep	-0,5	-0,7	-0,4	-1,9	-1,2	-0,6	-2,0	-0,5	-2,6	8,5	-8,6	1,7
Oct	-0,2	-1,4	0,4	-1,6	-1,1	-0,5	-1,9	-0,4	-2,4	5,8	-7,9	2,5
Nov	0,8	0,6	0,9	-1,4	-0,9	-0,2	-1,7	-0,4	-1,0	8,0	-7,2	2,5
Dic	1,9	1,5	2,1	-0,7	-0,5	0,2	-1,4	-0,3	1,1	11,8	-5,2	4,4
2015 Ene ⁶⁾	2,1	1,6	2,4	-0,5	-0,1	0,5	-1,2	-0,2	3,0	19,4	-5,0	3,2

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

2) Ajustado por los préstamos dados de baja del balance de las IFM por venta o titulización.

3) De conformidad con el SEC 2010, en diciembre de 2014, las sociedades holding de grupos no financieros se reclasificaron del sector de sociedades no financieras al de instituciones financieras. En las estadísticas del balance de las IFM, estas entidades se incluyen en el sector de instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones.

4) Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

5.4 Préstamos de IFM a sociedades no financieras y hogares de la zona del euro ¹⁾

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

	Sociedades no financieras ²⁾				Hogares ³⁾					
	Total	Ajustado de ventas y titulizaciones de préstamos ⁴⁾	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total	Ajustado de ventas y titulizaciones de préstamos ⁴⁾	Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
	1		3	4	5	6		7	8	9	10
Saldos vivos										
2012	4.544,6	-	1.127,9	795,6	2.621,0	5.242,3	-	602,0	3.823,6	816,7
2013	4.354,1	-	1.065,6	740,8	2.547,8	5.221,4	-	573,5	3.851,5	796,4
2014	4.284,2	-	1.082,7	725,8	2.475,7	5.200,0	-	562,2	3.860,2	777,6
2014 I	4.337,6	-	1.056,9	732,8	2.548,0	5.232,2	-	572,3	3.864,2	795,7
II	4.306,3	-	1.058,1	734,1	2.514,1	5.191,0	-	570,3	3.832,2	788,5
III	4.288,1	-	1.056,5	726,1	2.505,4	5.194,6	-	567,1	3.843,7	783,8
IV	4.284,2	-	1.082,7	725,8	2.475,7	5.200,0	-	562,2	3.860,2	777,6
2014 Ago	4.290,6	-	1.049,4	730,1	2.511,0	5.191,5	-	566,8	3.840,7	784,0
Sep	4.288,1	-	1.056,5	726,1	2.505,4	5.194,6	-	567,1	3.843,7	783,8
Oct	4.277,4	-	1.053,1	723,9	2.500,5	5.197,3	-	568,8	3.847,9	780,6
Nov	4.271,4	-	1.040,1	734,1	2.497,1	5.194,8	-	566,8	3.848,2	779,8
Dic	4.284,2	-	1.082,7	725,8	2.475,7	5.200,0	-	562,2	3.860,2	777,6
2015 Ene ⁶⁾	4.299,6	-	1.086,8	736,5	2.476,2	5.222,6	-	566,2	3.876,4	780,0
Operaciones										
2012	-107,6	-60,3	6,2	-51,4	-62,3	26,0	34,7	-17,7	48,8	-5,1
2013	-132,8	-127,5	-44,5	-44,5	-43,7	-3,5	14,3	-18,1	27,6	-13,1
2014	-59,4	-46,5	-13,1	0,9	-47,3	-14,7	41,0	-5,4	-3,1	-6,3
2014 I	-25,9	-24,8	-6,6	-6,3	-13,0	7,1	8,5	0,0	7,4	-0,3
II	-18,7	-7,6	3,3	6,0	-28,1	-35,4	9,3	-2,0	-33,1	-0,3
III	-18,6	-20,1	-3,1	-7,0	-8,5	8,2	9,6	1,2	13,1	-6,1
IV	3,8	6,0	-6,7	8,2	2,3	5,4	13,7	-4,6	9,5	0,4
2014 Ago	-3,5	-3,1	-2,0	-1,1	-0,3	3,2	3,3	-1,2	1,6	2,8
Sep	-3,7	-4,0	6,2	-3,9	-6,0	3,8	4,3	1,7	5,2	-3,0
Oct	-2,5	-1,8	-1,8	-0,9	0,2	4,2	5,6	1,9	3,9	-1,6
Nov	-4,0	-2,7	-12,6	10,7	-2,1	-1,3	4,7	-1,5	0,0	0,2
Dic	10,3	10,5	7,6	-1,6	4,2	2,5	3,4	-4,9	5,6	1,9
2015 Ene ⁶⁾	-4,2	-3,6	-4,4	4,7	-4,5	4,3	5,1	-0,1	4,0	0,4
Tasas de crecimiento										
2012	-2,3	-1,3	0,5	-6,0	-2,3	0,5	0,7	-2,8	1,3	-0,6
2013	-2,9	-2,8	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,4	-1,1	-1,2	0,1	-1,9	-0,3	0,8	-0,9	-0,1	-0,8
2014 I	-3,1	-3,1	-5,0	-5,0	-1,6	-0,1	0,4	-1,9	0,5	-1,5
II	-2,3	-2,1	-2,7	-3,3	-1,9	-0,6	0,5	-1,4	-0,4	-1,0
III	-2,0	-1,8	-1,4	-3,4	-1,9	-0,5	0,5	-1,1	-0,2	-1,7
IV	-1,4	-1,1	-1,2	0,1	-1,9	-0,3	0,8	-0,9	-0,1	-0,8
2014 Ago	-2,2	-2,0	-2,2	-3,6	-1,7	-0,5	0,5	-1,6	-0,1	-1,3
Sep	-2,0	-1,8	-1,4	-3,4	-1,9	-0,5	0,5	-1,1	-0,2	-1,7
Oct	-1,9	-1,6	-1,0	-3,4	-1,7	-0,4	0,6	0,1	-0,2	-1,7
Nov	-1,7	-1,4	-1,5	-1,8	-1,7	-0,4	0,7	0,1	-0,3	-1,3
Dic	-1,4	-1,1	-1,2	0,1	-1,9	-0,3	0,8	-0,9	-0,1	-0,8
2015 Ene ⁶⁾	-1,2	-0,9	-1,0	1,1	-2,0	-0,2	0,9	-0,9	0,0	-0,6

Fuente: BCE.

- 1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.
- 2) De conformidad con el SEC 2010, en diciembre de 2014, las sociedades holding de grupos no financieros se reclasificaron del sector de sociedades no financieras al de instituciones financieras. En las estadísticas del balance de las IFM, estas entidades se incluyen en el sector de instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones.
- 3) Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.
- 4) Ajustado por los préstamos dados de baja del balance de las IFM por venta o titulación.

5.5 Contrapartidas de M3 distintas del crédito a residentes en la zona del euro ¹⁾

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

	Pasivos de las IFM						Activos de las IFM			
	Tenencias de la Administración Central ²⁾	Pasivos financieros a más largo plazo frente a otros residentes en la zona del euro					Activos netos frente a no residentes en la zona del euro	Otros		
		Total	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso a más de 3 meses	Valores representativos de deuda a más de 2 años	Capital y reservas		Total	Cesiones temporales a través de entidades de contrapartida central ³⁾	Adquisiciones temporales a través de entidades de contrapartida central ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Saldos vivos										
2012	305,4	7.570,1	2.395,9	106,0	2.680,8	2.387,4	1.029,8	146,4	260,8	201,2
2013	260,2	7.305,0	2.373,3	91,5	2.506,3	2.333,9	1.153,9	124,5	183,8	122,1
2014	263,4	7.182,1	2.252,4	92,0	2.375,1	2.462,7	1.406,7	184,7	184,5	139,8
2014 I	260,9	7.343,1	2.355,5	91,1	2.472,5	2.423,9	1.256,1	118,5	177,0	116,7
II	270,3	7.295,1	2.301,8	90,1	2.455,1	2.448,2	1.357,6	135,3	171,3	119,0
III	249,7	7.332,2	2.278,6	92,4	2.457,0	2.504,1	1.419,5	179,8	163,6	121,7
IV	263,4	7.182,1	2.252,4	92,0	2.375,1	2.462,7	1.406,7	184,7	184,5	139,8
2014 Ago	266,2	7.317,9	2.289,8	91,9	2.448,4	2.487,8	1.416,5	162,1	172,0	116,9
Sep	249,7	7.332,2	2.278,6	92,4	2.457,0	2.504,1	1.419,5	179,8	163,6	121,7
Oct	254,3	7.270,2	2.264,8	91,8	2.420,2	2.493,4	1.418,0	170,6	183,1	121,1
Nov	256,4	7.262,5	2.258,4	91,0	2.404,7	2.508,5	1.466,6	187,3	184,4	130,8
Dic	263,4	7.182,1	2.252,4	92,0	2.375,1	2.462,7	1.406,7	184,7	184,5	139,8
2015 Ene ³⁾	305,0	7.290,3	2.237,9	92,7	2.403,0	2.556,8	1.507,8	222,4	202,9	131,3
Operaciones										
2012	-4,9	-115,3	-156,3	-10,2	-106,4	157,6	99,4	28,8	9,4	41,5
2013	-46,0	-88,8	-18,6	-14,3	-137,6	81,6	359,2	-64,7	32,2	43,9
2014	-3,3	-169,4	-120,5	1,8	-154,2	103,5	230,7	-12,9	0,7	17,7
2014 I	0,1	1,4	-11,7	-0,4	-33,1	46,6	88,0	-6,1	-6,7	-5,4
II	9,4	-65,1	-54,7	-1,0	-15,8	6,5	83,4	15,7	-5,8	2,3
III	-20,9	-3,1	-28,3	2,3	-28,5	51,5	27,8	33,4	-7,7	2,6
IV	8,0	-102,6	-25,8	1,0	-76,7	-1,0	31,5	-55,9	20,9	18,1
2014 Ago	-6,1	1,5	-4,5	1,1	-5,5	10,4	-0,9	24,7	2,2	-4,1
Sep	-16,9	-2,1	-13,7	0,6	-12,4	23,4	-6,8	6,8	-8,4	4,7
Oct	2,3	-32,4	-12,4	-0,6	-29,6	10,2	13,9	-13,5	19,5	-0,5
Nov	2,1	-19,6	-6,4	-0,8	-13,6	1,3	47,8	19,4	1,3	9,6
Dic	3,6	-50,7	-7,0	2,4	-33,5	-12,5	-30,1	-61,8	0,1	9,0
2015 Ene ³⁾	39,4	-26,5	-19,5	-0,3	-12,5	5,8	5,8	31,1	18,4	-8,5
Tasas de crecimiento										
2012	-1,5	-1,5	-6,1	-8,8	-3,8	7,0	-	-	2,5	26,1
2013	-15,1	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,5	-	-	10,3	23,5
2014	-1,3	-2,3	-5,1	2,0	-6,1	4,3	-	-	0,4	14,5
2014 I	-12,1	-1,0	-1,7	-9,6	-4,6	3,9	-	-	-12,9	-0,9
II	-9,0	-1,6	-3,9	-6,8	-3,2	2,6	-	-	-23,8	-4,5
III	-11,5	-1,1	-4,7	-1,2	-2,7	4,2	-	-	-17,5	-3,2
IV	-1,3	-2,3	-5,1	2,0	-6,1	4,3	-	-	0,4	14,5
2014 Ago	-6,0	-1,1	-4,2	-2,9	-2,3	3,2	-	-	-11,4	-0,9
Sep	-11,5	-1,1	-4,7	-1,2	-2,7	4,2	-	-	-17,5	-3,2
Oct	-4,6	-1,7	-5,4	-0,9	-4,4	4,7	-	-	-3,1	2,1
Nov	-1,7	-1,9	-5,5	-1,1	-4,8	4,8	-	-	-4,4	-6,6
Dic	-1,3	-2,3	-5,1	2,0	-6,1	4,3	-	-	0,4	14,5
2015 Ene ³⁾	23,4	-2,6	-5,7	2,4	-5,9	3,8	-	-	22,1	26,4

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

2) Comprende los depósitos en el sector de IFM y los valores emitidos por este sector en poder de la Administración Central.

3) Sin desestacionalizar.

6 EVOLUCIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

6.1 Déficit/superávit, recursos y empleos ^{1) 2)}

(en porcentaje del PIB; flujos durante un período de un año)

	Déficit/ superávit	Recursos						Empleos						
		Total	Recursos corrientes				Recursos de capital	Total	Empleos corrientes				Empleos de capital	
			Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales netas	Remuneración de asalariados			Consumo intermedio	Intereses	Prestaciones sociales ³⁾			
												3		4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2010	-5,8	44,3	44,0	11,4	12,6	15,1	0,2	50,1	44,9	10,7	5,4	2,7	23,4	5,2
2011	-3,8	44,8	44,5	11,7	12,8	15,1	0,2	48,6	44,3	10,4	5,3	3,0	23,1	4,3
2012	-3,3	45,7	45,5	12,2	13,0	15,3	0,2	49,1	44,6	10,3	5,3	3,0	23,4	4,5
2013	-2,5	46,4	46,1	12,5	13,1	15,5	0,3	48,9	44,9	10,4	5,3	2,8	23,8	4,1
2014 II	-2,6	46,6	46,1	12,5	13,0	15,5	0,5	49,2	45,4	10,3	5,3	2,7	23,0	3,8
III	-2,5	46,6	46,1	12,5	13,1	15,5	0,4	49,1	45,3	10,3	5,3	2,7	23,1	3,7

6.2 Ratio de deuda pública en relación con el PIB ¹⁾

(en porcentaje del PIB, saldos vivos a fin de período)

	Total	Instrumento financiero			Sector tenedor			Plazo a la emisión		Vida residual			Moneda	
		Efectivo y depósitos	Prés- tamos	Valores representativos de deuda	Acreedores residentes	IFM	Acreedores no residentes	Hasta 1 año	Más de 1 año	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes	Otras monedas
2010	83,6	2,4	15,5	65,6	40,5	23,9	43,1	12,7	70,9	20,7	28,6	34,3	82,3	1,3
2011	85,5	2,4	15,5	67,5	42,4	24,1	43,1	12,2	73,2	20,3	29,6	35,5	83,7	1,8
2012	88,7	2,5	17,4	68,8	45,1	26,0	43,6	11,5	77,3	19,5	31,4	37,8	86,6	2,2
2013	90,7	2,5	16,9	71,3	45,7	26,0	45,0	10,4	80,3	19,3	32,0	39,4	88,7	2,0
2014 II	92,7	2,6	16,6	73,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
III	92,1	2,6	16,5	73,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

6.3 Variación interanual de la ratio de deuda pública en relación con el PIB y factores subyacentes ¹⁾

(en porcentaje del PIB; flujos durante un período de un año)

	Variación interanual de la ratio de deuda pública en relación con el PIB ⁴⁾	Déficit (+)/ superávit (-) primario	Ajuste entre déficit y deuda ⁵⁾								Diferencial entre interés y crecimiento	Pro memoria: necesidad de financiación
			Total	Operaciones con los principales activos financieros				Efectos de revalorización y otras variaciones de volumen	Otros flujos			
				Total	Efectivo y depósitos	Prés- tamos	Valores representativos de deuda			Participaciones en el capital y en fondos de inversión		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2010	5,3	3,4	1,3	1,7	0,0	0,5	0,9	0,2	-0,1	-0,3	0,6	7,5
2011	1,9	1,1	0,0	-0,3	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,2	0,1	0,8	3,9
2012	3,3	0,6	0,1	1,2	0,3	0,4	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,5	5,1
2013	2,0	0,1	-0,2	-0,5	-0,4	-0,4	-0,1	0,4	-0,1	0,4	2,1	2,8
2014 II	1,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,1	-0,2	1,3	2,5
III	1,0	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,2	-0,2	0,2	1,2	2,7

Fuentes: BCE para los datos anuales; Eurostat para los datos trimestrales.

- 1) Ratios trimestrales (en porcentaje del PIB) calculadas utilizando una suma acumulada de cuatro trimestres para los datos de flujos y el PIB, y el valor a fin de trimestre para los saldos vivos.
- 2) Incluye las transacciones del presupuesto de la UE consolidadas en cifras anuales.
- 3) Las transferencias corrientes a las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares están incluidas en los datos anuales.
- 4) Calculada por la diferencia entre las ratios de deuda pública en relación con el PIB del último período y de un período anterior, es decir, del año previo en el caso de los datos anuales y del mismo trimestre de un año antes para los datos trimestrales.
- 5) Los datos trimestrales incluyen los préstamos entre AAPP en el contexto de la crisis financiera.

6.4 Valores representativos de deuda de las AAPP ¹⁾

(servicio de la deuda en porcentaje del PIB; vida residual media en años; rendimiento nominal medio en porcentaje)

	Servicio de la deuda a pagar en un año ²⁾					Vida residual media ³⁾	Rendimiento nominal medio ⁴⁾						
	Total	Principal ⁵⁾		Intereses			Saldos vivos				Operaciones		
		1	2	Hasta 3 meses	4		Hasta 3 meses	7	Tipo de interés variable	Cupón cero	Tipo de interés fijo	11	Emisión	Amortización
	3			5			8						
2013	16,5	14,4	5,0	2,1	0,5	6,3	3,5	1,7	1,3	3,7	2,8	1,3	1,8
2014	16,2	14,1	5,2	2,1	0,5	6,4	3,1	1,4	0,4	3,5	2,8	0,8	1,6
2014 II	16,9	14,7	5,5	2,1	0,5	6,4	3,3	1,6	0,6	3,6	2,8	1,1	1,6
III	17,6	15,5	5,8	2,1	0,5	6,4	3,2	1,5	0,5	3,5	2,8	0,9	1,6
2014 Ago	17,9	15,8	6,1	2,1	0,5	6,3	3,2	1,5	0,5	3,6	2,8	1,0	1,7
Sep	17,6	15,5	5,8	2,1	0,5	6,3	3,2	1,5	0,5	3,5	2,8	0,9	1,6
Oct	17,3	15,2	5,7	2,1	0,5	6,4	3,1	1,5	0,4	3,5	2,8	0,9	1,7
Nov	16,3	14,2	5,0	2,1	0,5	6,4	3,1	1,5	0,4	3,5	2,8	0,8	1,7
Dic	16,2	14,1	5,2	2,1	0,5	6,4	3,1	1,4	0,4	3,5	2,8	0,8	1,6
2015 Ene	15,7	13,7	5,1	2,0	0,5	6,5	3,0	1,4	0,4	3,5	2,8	0,8	1,7

6.5 Evolución de las finanzas públicas en los países de la zona del euro ⁶⁾

(en porcentaje del PIB; flujos acumulados de un año y saldos vivos a fin de período)

	Bélgica	Alemania	Estonia	Irlanda	Grecia	España	Francia	Italia	Chipre	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Déficit (-) /superávit (+) de las AAPP										
2010	-4,0	-4,1	0,2	-32,4	-11,1	-9,4	-6,8	-4,2	-4,8	
2011	-3,9	-0,9	1,0	-12,6	-10,1	-9,4	-5,1	-3,5	-5,8	
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 II	-3,2	0,5	-0,3	-5,3	-2,9	-6,3	-4,2	-3,0	-4,1	
III	-3,0	0,7	-0,2	-4,7	-2,2	-5,8	-4,4	-3,1	-2,3	
Deuda pública										
2010	99,6	80,3	6,5	87,4	146,0	60,1	81,5	115,3	56,5	
2011	102,1	77,6	6,0	111,1	171,3	69,2	85,0	116,4	66,0	
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 II	108,8	75,3	10,5	117,0	177,5	96,4	95,2	133,8	109,8	
III	108,2	74,8	10,5	114,8	176,0	96,8	95,3	131,8	104,7	
	Letonia	Lituania	Luxemburgo	Malta	Países Bajos	Austria	Portugal	Eslovenia	Eslovaquia	Finlandia
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Déficit (-) /superávit (+) de las AAPP										
2010	-8,2	-6,9	-0,6	-3,3	-5,0	-4,5	-11,2	-5,7	-7,5	-2,6
2011	-3,4	-9,0	0,3	-2,6	-4,3	-2,6	-7,4	-6,2	-4,1	-1,0
2012	-0,8	-3,2	0,1	-3,7	-4,0	-2,3	-5,5	-3,7	-4,2	-2,1
2013	-0,9	-2,6	0,6	-2,7	-2,3	-1,5	-4,9	-14,6	-2,6	-2,4
2014 II	0,1	-1,1	0,5	-3,3	-3,0	-1,5	-4,8	-12,7	-2,8	-2,7
III	0,0	-0,6	0,7	-2,5	-2,7	-1,5	-4,3	-13,0	-3,1	-2,7
Deuda pública										
2010	46,8	36,3	19,6	67,6	59,0	82,4	96,2	37,9	41,1	47,1
2011	42,7	37,3	18,5	69,8	61,3	82,1	111,1	46,2	43,5	48,5
2012	40,9	39,9	21,4	67,9	66,5	81,7	124,8	53,4	52,1	53,0
2013	38,2	39,0	23,6	69,8	68,6	81,2	128,0	70,4	54,6	56,0
2014 II	41,0	38,7	23,2	74,6	69,6	82,3	129,5	78,3	55,6	58,9
III	40,4	38,3	22,9	71,9	69,0	80,7	131,4	78,1	55,4	58,1

Fuentes: BCE para los valores representativos de deuda de las AAPP; Eurostat para el déficit/superávit de las AAPP y la deuda pública.

1) Los datos sobre los valores representativos de deuda de las AAPP se registran al valor nominal y no se consolidan dentro del sector AAPP.

2) Flujos de principal e intereses durante el período de servicio de la deuda.

3) Vida residual a fin de período.

4) Saldos vivos a fin de período; operaciones en media de doce meses.

5) Los importes correspondientes al principal no incluyen la deuda a corto plazo emitida y amortizada en los 12 meses siguientes.

6) Los ratios trimestrales (en porcentaje del PIB) se calculan utilizando una suma acumulada de cuatro trimestres para los datos de flujos y el PIB, y el valor a fin de trimestre para los saldos vivos.